

Hochschule Hannover
University of Applied Sciences and Arts
Fakultät IV Wirtschaft und Informatik
Abteilung Betriebswirtschaft

Abschlussarbeit zur Erlangung des akademischen Grades Master of Science

M&A und das Synergieversprechen. Wen interessiert`s?

Entwicklung eines Ansatzes zur Analyse von Aktienkursreaktionen auf M&A-basierte Finanzkommunikation

Erstgutachterin:	Prof. Dr. Patricia Adam
Zweitgutachter:	Prof. Dr. Dirk Heithecker
Autor:	Bennet Simon von Skarczinski
Matrikelnummer:	1290550
Studiengang:	Unternehmensentwicklung (MBP)
Fachsemester:	2. im WS 2014/ 2015
Prüfungsversuch:	1
E-Mail:	bennet@skarczinski.de
Abgabedatum:	26. Februar 2015

Bennet von Skarczinski

Hannover, Deutschland

Masterarbeit Hochschule Hannover, 2015

Im Zuge der Veröffentlichung dieser Arbeit auf dem Server für Wissenschaftliche Schriften (SerWisS) der Hochschule Hannover, wurde diese Arbeit im September 2015 vom Autor redigiert.

Der Zitationsstil dieser Arbeit basiert auf den Vorgaben der 2010 von der American Psychological Association herausgegebenen sechsten Edition (APA 6th ed.). Jedoch bestehen einige Abweichungen zum klassischen Zitationsstil des APA 6th ed., die aus der Nutzung eines Literaturverwaltungsprogrammes resultieren, dass bestimmte Zitationssachverhalte nicht ordnungsgemäß verarbeiten konnte. Die Abweichungen sind mit den Gutachtern dieser Arbeit abgestimmt.

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VI
Abbildungsverzeichnis	VII
Tabellenverzeichnis	VIII
Kurzfassung/Abstract	IX
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung.....	2
1.2 Zielsetzung	3
1.3 Abgrenzung und Vorgehensweise.....	4
2 Theoretische Grundlagen.....	5
2.1 Agency-Theorie und Informationsasymmetrien	5
2.2 Mergers and Acquisitions	7
2.2.1 Motive, Arten und Erscheinungsformen	8
2.2.2 Ablauf, Erfolgsfaktoren und Erfolgsmessung.....	10
2.2.3 Synergien	12
2.3 Kapitalmarkttheorie	13
2.3.1 Grundlagen.....	13
2.3.2 Effizienzmarkthypothese und Behavioral Finance	16
2.3.3 Ereignisstudien.....	19
2.4 Finanzkommunikation/Investor Relations	20
2.4.1 Einordnung und Abgrenzung.....	20
2.4.2 Ziele und Adressaten	21
2.4.3 Instrumente und Handlungsmöglichkeiten	25
2.4.4 Anforderungen und Grundsätze effektiver Finanzkommunikation .	27
2.5 Kommunikationswirkung und -messung.....	30
2.5.1 Qualitative Ansätze	32
2.5.2 Quantitative Ansätze	33
3 Methodik und Aufbau des Ansatzes.....	34
3.1 Untersuchungsgrundlage	34
3.1.1 Unternehmensereignisse und IR-Kommunikation	35
3.1.2 Gruppierung und Anpassung der Grundgesamtheit	36
3.1.3 Abgleich mit Sekundärquellen	39

3.2	Qualitative Ermittlung des Handlungsanreizes	42
3.2.1	Intention, Instrumentenwahl und Abgrenzung	42
3.2.2	Evaluative Kategorisierung und ihre Kriterien.....	45
3.2.3	Grenzen der Methodik.....	51
3.3	Quantitative Aktivitätsmessung	52
3.3.1	Volatilität.....	53
3.3.2	Hoch-Tief-Spannweite und Handelsvolumen	56
3.3.3	Grenzen der Methodik.....	58
3.4	Operative Fragestellungen und Beurteilung	60
3.5	Zusammenfassung und Ablauf der Untersuchung	62
4	Anwendung des Ansatzes am Beispiel der Bayer- Schering- Übernahme.....	64
4.1	Auswahlbegründung des Praxisbeispiels	64
4.2	Operationalisierung	66
4.2.1	Bildung der Grundgesamtheit.....	66
4.2.2	Gruppierung der Grundgesamtheit.....	67
4.2.3	Abgleich mit Sekundärquellen	69
4.2.4	Ermittlung des Handlungsanreizes	72
4.2.5	Aktivitätsmessung	75
4.3	Ergebnisse	76
5	Diskussion.....	87
5.1	Zusammenfassende Betrachtung.....	87
5.2	Grenzen der praktischen Übertragung	89
Anhang 1: Übersicht des IR-Instrumentariums		93
Anhang 2: Bedeutung der IR-Instrumente		94
Anhang 3: Bedeutung verschiedener IR-Themen		95
Anhang 4: Funktionsmechanismus der IR-Kommunikation.....		96
Anhang 5: Schlag- und Signalwörter zur Einschätzung von Analysten- und Journalistenmeldungen		97
Anhang 6: Bayer AG Aktienkursentwicklung von 2005 bis 2010		98
Anhang 7: Elemente der Grundgesamtheit im Anwendungsbeispiel		99
Anhang 8: Codierbuch zur Gruppierung von Meldungen der Bayer AG .		100
Anhang 9: Abgleich der Sekundärquellen mit WISO (Auszug)		103

Anhang 10: Abgleich der Sekundärquellen mit Nexis (Auszug)	104
Anhang 11: Codierbuch der evaluativen Kategorisierung.....	105
Anhang 12: Beispielmeldung der Handlungsanreizermittlung	106
Anhang 13: Kausale Verkettung der Fragestellung	111
Anhang 14: Zusammensetzung der Stichproben	112
Quellenverzeichnis.....	113

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BF	Behavioral Finance
CAPM	Capital Asset Pricing Modell
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband e.V.
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EK	Eigenkapital
EMH	Effizienzmarkthypothese
EWMA	Exponentially Weighted Moving Average
FK	Fremdkapital
GB	Geschäftsbericht
GG	Grundgesamtheit
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IR	Investor Relations
JV	Joint-Venture
KPI	Key Performance Indicators
MA	Mitarbeiter
Mgt	Management
M&A	Mergers and Acquisitions
PR	Public Relations
QB	Quartalsbericht

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Principal-Agent-Beziehungen.....	6
Abb. 2: Formen von Unternehmenszusammenschlüssen	7
Abb. 3: Idealtypische Phasen einer M&A-Transaktion	10
Abb. 4: Wertgenerierung durch M&A.....	12
Abb. 5: Unterteilung der Finanzmärkte	13
Abb. 6: Wertlücken des Unternehmenswertes	15
Abb. 7: Vereinfachte Funktionsweise einer Ereignisstudie	19
Abb. 8: Teilbereiche der Unternehmenskommunikation	20
Abb. 9: Adressaten der IR-Kommunikation	23
Abb. 10: Ausgewählte Instrumente der IR-Kommunikation	25
Abb. 11: DVFA-Grundsätze für effektive Finanzkommunikation.....	28
Abb. 12: Ebenen der IR-Erfolgsmessung mit Beispielen	31
Abb. 13: Beispiele für die Zusammensetzung der Grundgesamtheit der Unternehmensmeldungen	36
Abb. 14: Methodischer Ablauf der Untersuchung	63
Abb. 15: Abgleich der Sekundärquellen mit Finanzen.net (Auszug).....	70
Abb. 16: Bildungsverlauf der Stichproben (Anzahl der Meldungen)	71
Abb. 17: Übersicht von Paket- und Einzelmeldungen im Zeitverlauf	77
Abb. 18: Sonderfälle der Aktivitätsmessung mittels Volatilität	82
Abb. 19: Aktienkursreaktionen auf M&A-Meldungen im Zeitverlauf.....	86

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Motive für M&A-Entscheidungen.....	9
Tab. 2: Arten und Erscheinungsformen von M&A	10
Tab. 3: Ausprägungen der EMH nach Fama	17
Tab. 4: Paradigmen der Kapitalmarkttheorie	18
Tab. 5: Ziele der Investor Relations.....	23
Tab. 6: Potenzielle Steuerungsmöglichkeiten der Informationsoffenlegung	26
Tab. 7: Berufsgrundsätze des Deutschen Investor Relations Verbandes	28
Tab. 8: Auswahl qualitativer Ansätze zur IR-Kommunikationsmessung	32
Tab. 9: Auswahl quantitativer Ansätze zur IR-Kommunikationsmessung	33
Tab. 10: Vorschlag für den Sekundärabgleich geeigneter Datenbanken	40
Tab. 11: Deduktiv gebildete Kategorien der qualitativen Anreizmessung	45
Tab. 12: Auszug journalistischer Qualitätskriterien.....	47
Tab. 13: Vorschlag des Codierbuches der evaluativen Kategorisierung	49
Tab. 14: Operative Fragestellungen	61
Tab. 15: Bayer-Schering: Herkunft der Elemente der GG	66
Tab. 16: Bayer-Schering: Auflistung der GG (Auszug)	67
Tab. 17: Bayer-Schering: Auflistung der GG nach Gruppierung (Auszug)	68
Tab. 18: Gruppenhäufigkeiten (Anzahl Meldungen/Störereignisse)	69
Tab. 19: Bayer-Schering: Häufigkeiten zugeteilter Kategorien	74
Tab. 20: Beispiel zur Identifizierung von Sonderfällen der Volatilitätsmessung	76
Tab. 21: Ergebnistabelle: Kennzahlen der Meldungsgruppen	80

Kurzfassung/Abstract

Titel: M&A und das Synergieversprechen. Wen interessiert`s?
Entwicklung eines Ansatzes zur Analyse von Aktienkursreaktionen auf M&A-basierte Finanzkommunikation

Autor: Bennet Simon von Skarczinski

Abgabedatum: 26. Februar 2015

Erstgutachterin: Prof. Dr. Patricia Adam

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dirk Heithecker

Studiengang: Unternehmensentwicklung (MBP)

Hochschule: Hochschule Hannover, Fakultät IV, Abt. Betriebswirtschaft

Die Arbeit entwickelt einen Ansatz, mit dem Aktienkursreaktionen auf Unternehmensmeldungen untersucht werden können. Die Vorgehensweise entstammt der Forschungsfrage, ob Investoren im Sinne einer Kontrollfunktion des Kapitalmarktes angemessen auf Unternehmensmeldungen reagieren, die auf den Stand einer M&A-Integration hinweisen. Vermutet wird, dass Synergieeffekte vom Management im Vorfeld versprochen werden, um M&A-Transaktionen zu rechtfertigen. Anschließend würdigen bzw. kontrollieren Investoren die Entwicklung der Integration jedoch nicht ausreichend. Dies soll bewiesen werden, indem gezeigt wird, dass Kursreaktionen in Form von bereinigten Tagesrenditen und -volatilitäten, Handelsvolumen und Hoch-Tief-Spannen auf M&A-Meldungen vergleichsweise geringer ausfallen. Um eine Vergleichbarkeit von Unternehmensmeldungen verschiedener Gruppen (M&A, Produkte usw.) herstellen zu können, werden die Handlungsanreize der Meldungen mittels der qualitativen Inhaltsanalyse kategorisiert. Im Rahmen einer exemplarischen Anwendung zeigte sich, dass der Ansatz, dessen Besonderheit in der systematischen Auswahl probater Beobachtungen liegt, nicht für eine praktische Übertragung geeignet ist. Demnach konnte die Vermutung weder verworfen noch bestätigt werden. Theoretisch kann aufgrund der Betrachtung eines einzelnen Ereignistages, an dem neben der zu untersuchenden Meldung keine weiteren Informationen über das Unternehmen veröffentlicht worden sind, ein relativ starker Kausalitätsbezug zwischen Meldung und Reaktion hergestellt werden. Allerdings bestehen immer noch zu viele Störereignisse und Überlagerungseffekte, die eine kritische Validierung der Ergebnisse verhindern.

Thesis: M&A and the promise of synergies. Who cares?
Developing an approach for the analysis of stock price
reactions to M&A-based financial announcements
Author: Bennet Simon von Skarczinski
Date: 26. February 2015
First Censor: Prof. Dr. Patricia Adam
Second Censor: Prof. Dr. Dirk Heithecker
MBA Program: Unternehmensentwicklung (MBP)
University: Hochschule Hannover, Fakultät IV, Abt. Betriebswirtschaft

The current thesis develops an approach to measure stock price reactions to corporate announcements. The procedure is based on the research question if investors react appropriately to corporate news that indicate the status of a Merger and Acquisitions (M&A) integration, in terms of a control function of the capital market. It is assumed that synergies are promised by management prior to a merger in order to justify M&A transactions. However, afterwards investors will not monitor resp. recognize the development of the integration sufficiently. This is supposed to be substantiated by showing that price reactions in the form of adjusted daily returns and volatilities, trading volume and high-low spreads on M&A news will turn out minor in contrast to comparable corporate news. To ensure comparability of various groups of corporate announcements (M&A, products, etc.), the stimuli of messages were categorized by using qualitative content analysis. An exemplary application showed that the approach, whose characteristic lies in the systematic selection of appropriate observations, is not suitable for practical use. Thus, the presumption could neither be discarded nor confirmed. Due to the observation of a single event day on which no further information about the company has been published, it is possible to establish a theoretical and relatively strong causality between the announcement and its response. However, there are still too many confounding events and overlapping effects which prevent a critical validation of the results.

1 Einleitung

„Allianz und Dresdner Bank erwarten mit Blick auf die Integration und die damit verbundene strategische Neuausrichtung im deutschen Markt bereits in den nächsten Jahren bedeutende Ertrags- und Kostensynergien [...]: 290 Millionen Euro für das Jahr 2002, 385 Millionen Euro für das Jahr 2003, 680 Millionen Euro für 2004 und 885 Millionen Euro für 2005. Nach 2006 werden jährlich 1,08 Milliarden Euro veranschlagt [...]. Die Synergieeffekte sind "bottom up" ermittelt, also nicht grob geschätzt, sondern Ergebnis eines systematischen Planungsprozesses unter Einbeziehung von ergebnisverantwortlichen Mitarbeitern.“¹

Die Geburt des ersten Kindes „Synergieversprechen“ geschieht häufig noch vor der Hochzeit zweier Unternehmen. Erwartungen und Hoffnungen der Freunde und Familie werden geweckt und bilden das Idealbild der Familie. Sie fließen wie die Erwartungen der Aktionäre in den Aktienkurs des übernehmenden Unternehmens ein. Freudige Aufbruchsstimmung macht sich breit und markiert den Start in ein neues und besseres Leben für beide Unternehmen. Gelegentlich wird es auch einige unwesentliche Schwierigkeiten sowie kleinere Streitereien der Eltern geben, aber, da sind sich alle einig: „Wir schaffen das!“ Die häufig genannte Zuversicht vertreibt alle Bedenken. Nach der wilden Hochzeitsfeier wird es allmählich ruhiger um die neue Familie. Die ersten Gäste warten auf ihre Dankeskarten. Vom neuen Paar hört man aber nichts oder nur unwesentliches. Wie es dem Kind geht, wird meistens verschwiegen. Manche Rabeneltern wissen es sogar selber nicht. Ungewissheit und Unklarheit entstehen. Der Gedanke drängt sich auf, dass der Stand der M&A-Integration² inklusive des Synergieversprechens nicht oder nur unzureichend kommuniziert wird. Nutzt das Management das Synergieversprechen nur als Totschlagargument zu Beginn einer M&A-Transaktion, um die Übernahme zu rechtfertigen? Hofft es anschließend, dass die Ankündigungen mitsamt ihrer Erfolgsmessung im Sande verlaufen oder wird der Stand der Integration genauso offen kommuniziert wie das Versprechen? Wie reagieren die Aktionäre auf die Finanzkommunikation, die vom Unternehmen ausgeht? Fordern sie aufgrund der unglücklichen Entwicklung und enttäuschten Erwartungen ihre Hochzeitsgeschenke zurück?

¹ Allianz AG (2001)

² Mergers & Acquisitions, vgl. Kapitel 2.2

1.1 Problemstellung

Die zunehmende Shareholder-Value-Orientierung, die sich auf die Steigerung des Unternehmenswertes und eine stärkere Berücksichtigung von Aktionärsinteressen konzentriert, gewinnt an Bedeutung und rückt die Kommunikation von Unternehmen, insbesondere die Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt, immer mehr in den Fokus.³ Vor diesem Hintergrund sind gerade M&A-Aktivitäten von besonderer Relevanz, da sie einen starken positiven oder negativen Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben können und somit stets einen hohen Kommunikationsbedarf begründen. Trotz der in der Literatur diskutieren Misserfolgsquoten von Unternehmenszusammenschlüssen von oft über 50%⁴ führen Ankündigungen von potenziellen Synergien im Rahmen von M&A-Transaktionen nicht selten zu Kurssteigerungen.⁵ Die Erwartung der Realisierung dieses Synergieversprechens wird also in den Aktienkurs eingepreist. Im Allgemeinen erlauben im Vorfeld ermittelte positive Synergiepotenziale sogar einen höheren Grenzpreis, rechtfertigen also einen vermeintlich zu hohen Kaufpreis, den das Management zu zahlen bereit ist.⁶ Das Synergieversprechen als antizipierte und quantifizierte Größe ist demnach mit Bedacht zu kommunizieren.

Die vorliegende Arbeit betrachtet die Fragestellung, inwiefern die Shareholder auf das Synergieversprechen und die anschließende M&A-Kommunikation im Zeitverlauf reagieren. Unklar ist bislang, ob es eine konkrete Kommunikation des M&A-Status seitens des Unternehmens gibt, welche auf einen Erfolg oder Misserfolg hinweist und somit die erfolgte Einpreisung des Synergieversprechens bestätigen oder korrigieren könnte. Interessant ist in diesem Zusammenhang, ob einzelne Meldungen, die im Vergleich zum Synergieversprechen eine weniger starke (quantitative) Aussage beinhalten, jedoch auch auf einen Erfolg oder Misserfolg hinweisen, eine angemessene Reaktion der Shareholder erkennen lassen. Ob es Unterschiede zwischen Reaktionen auf M&A- und nicht-M&A-bezogene Meldungen vergleichbarer Relevanz gibt, wäre eine weitere ansprechende Frage.

³ Piwinger (2009, p. 13)

⁴ Vogel (2002, p. V); Horzella (2010, p. 44); Schoenberg (2006)

⁵ Gildemeister (2008, pp. 1–2)

⁶ Wöginger (2004, p. 52); Ecker (2006, p. 81)

Der Kapitalmarkt als Bindeglied zwischen dem Unternehmen und dem Shareholder ermöglicht durch den Einfluss sämtlich verfügbarer Informationen aller Marktteilnehmer einen externen Kontrollmechanismus, der den Aktienpreis aufgrund von Angebot und Nachfrage reguliert.⁷ An dieser Stelle ist ungewiss, inwieweit Shareholder im Sinne der Kontrollfunktion des Kapitalmarktes Akzente setzen, die auf den M&A-Status zurückzuführen sind. Eine funktionierende Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt könnte gezeigt werden, wenn Shareholder deutlich auf starke Anreize, leicht auf gemäßigte und nicht bzw. kaum auf neutrale Anreize reagieren. Schwierig ist schließlich auch die Analyse bzw. Messung der aufgezeigten Fragestellungen, da Informationen am Kapitalmarkt stark aggregiert werden und einzelne Reaktionen auf bestimmte Sachverhalte kausal kaum zu verknüpfen sind.⁸

1.2 Zielsetzung

Das Ziel der vorliegenden Arbeit besteht darin, sich den im Kapitel 1 und 1.1 aufgezeigten Fragestellungen mithilfe einer eigenen Vorgehensweise zu nähern. Anstelle einer empirischen Untersuchung der Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt geht es vielmehr darum, einen eigenen explorativen Ansatz zu entwickeln, der darauf abzielt, einzelne Unternehmensmeldungen qualitativ und quantitativ zu untersuchen. Dazu sollen retrospektiv originäre Unternehmensmeldungen aus Sicht der Shareholder hinsichtlich ihres Erscheinens im Zeitverlauf, ihres thematischen Inhaltes, ihres Handlungsanreizes und ihrer Aktivität am Aktienkurs untersucht werden, um daraus Schlüsse über das Interesse und die Kontrollfunktion der Shareholder an M&A-Meldungen ziehen zu können. Der entwickelte Ansatz soll an einem Praxisbeispiel überprüft werden, um Aussagen zu einer möglicherweise empirischen Anwendung in Bezug auf die Identifikation und Beschreibung von Problemfeldern, Vorteilhaftigkeit, des Kosten-Nutzen-Verhältnisses und der Grenzen zu treffen. Außerdem werden weitere Forschungs- oder Konkretisierungsbedarfe offen gelegt. Die Erkenntnisse dieser Arbeit sind als eine Vorbereitungs- und Machbarkeitsstudie zu verstehen und beanspruchen keine Allgemeingültigkeit.

⁷ Loefert (2007, p. 72)

⁸ Achleitner, Bassen, and Fieseler (2008, p. 283); Jakoby (2000, p. 62)

1.3 Abgrenzung und Vorgehensweise

Wie im vorigen Kapitel beschrieben, widmet sich diese Arbeit einer explorativen Ansatzentwicklung, die aus einer konkreten fachlichen Fragestellung hervorgegangen ist. Demnach folgt die Vorgehensweise keiner festgeschriebenen methodischen Struktur. Die Arbeit geht weder auf die eigentliche Erfolgsmessung von gesamten M&A-Transaktionen ein, noch beurteilt sie den Erfolg der Unternehmenskommunikation oder untersucht interne und informationsbasierte Entscheidungsprozesse der Investoren. Ihr Gegenstand ist auch keine Ereignisstudie, jedoch werden Elemente aus Ereignisstudien sowie Kommunikationsforschung und -messung wie auch aus Inhalts- und Presseanalyse aufgegriffen. Gerade Ereignisstudien⁹ weisen aufgrund desselben Untersuchungsgegenstandes, namentlich der Aktienkursreaktionen auf bestimmte Ereignisse oder Meldungen, zahlreiche Parallelen zu dieser Arbeit auf. Zwei wesentliche Aspekte unterscheiden die Methodik dieser Arbeit hingegen von der einer Ereignisstudie. Zum einen werden in dieser Arbeit keine hypothetischen Aktienrenditen ermittelt und mit der tatsächlichen Kursentwicklung eines Unternehmens verglichen und zum anderen werden anstelle längerfristiger Ereigniszeitfenster, die durch Störereignisse beeinträchtigt sein könnten, einzelne Ereignistage betrachtet. In diesem Zusammenhang wird versucht, Reaktionen auf „durchschnittliche“ und alltäglich stattfindende M&A-Meldungen zu erfassen, die aufgrund ihrer vermeintlich geringeren Brisanz häufig nicht von Ereignisstudien betrachtet werden.

Die Vorgehensweise dieser Arbeit gliedert sich neben der Einleitung in vier weitere Kapitel. Im zweiten Kapitel wird die theoretische Basis gelegt, um Fragestellung und Funktionsweise des Ansatzes nachvollziehen zu können. Dazu wird die Verknüpfung zwischen dem Grundkonflikt von Investoren und Management, M&A-Transaktionen, der Funktionsweise der Kapitalmärkte sowie der Rolle der Finanzkommunikation aufgezeigt. Das dritte Kapitel beschreibt die angewandte Methodik. Zunächst wird innerhalb der Untersuchungsgrundlage das spezielle Verfahren zur Erhebung von zur Analyse geeigneten Unternehmensmeldungen vorgestellt. Anschließend wird beschrieben, wie Unternehmensmeldungen qualitativ hinsichtlich ihres Handlungsanreizes auf Investoren sowie quantitativ hinsichtlich ihrer Aktienkursreaktion untersucht werden. Das

⁹ Eine Kurzvorstellung der Methodik Ereignisstudie erfolgt in Kapitel 2.3.3

vierte Kapitel überträgt die entworfene Methodik auf ein Praxisbeispiel, um Chancen und Grenzen der praktischen Anwendung aufzuzeigen. Das fünfte Kapitel fasst die Erkenntnisse dieser Arbeit zusammen und beurteilt eine mögliche empirische Anwendung.

2 Theoretische Grundlagen

In diesem Kapitel wird eine Einführung in die theoretischen Grundlagen gegeben, die als wesentliche Elemente in die Entwicklung des Ansatzes einfließen. Aufgrund der Vielzahl an potenziellen Einflussfaktoren wird nur auf eben solche eingegangen, die direkt den Aufbau und die Funktionsweise des Ansatzes tangieren bzw. dem Verständnis der Fragestellung dienen.

2.1 Agency-Theorie und Informationsasymmetrien

Die Agency-Theorie ist eine wirtschaftswissenschaftliche Forschungsrichtung, die sich mit der Analyse von vertraglich geregelten Wirtschaftsbeziehungen beschäftigt, in denen ein Beteiligter Wissensvorsprünge vor anderen Beteiligten aufzeigt.¹⁰ Im Rahmen dieser Arbeit liegt der Fokus auf den sog. Principal-Agent-Beziehungen, die zwischen dem Vorstand, also dem Management einer börsennotierten Aktiengesellschaft und den Aktionären, die auch als Shareholder bezeichnet werden, bestehen.¹¹ Die Agency-Problematik zwischen dem Management und den Shareholdern ergibt sich aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle.¹² Die Shareholder (Prinzipal: Auftraggeber) als Eigentümer einer Aktiengesellschaft beauftragen das Management (Agent) mit der Geschäftsführung.¹³ Sie verfolgen das Ziel, durch Dividenden und Kursgewinne eine hohe Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals zu erzielen, was letztendlich dem Gedanken der Maximierung des Unternehmenswertes (Shareholder-Value) entspricht.¹⁴ Indem die Shareholder das Management mit der Unternehmensführung beauftragen, delegieren sie auch das Ziel der Wertschöpfung bzw. der

¹⁰ Erlei (2015)

¹¹ Weitere Agency-Beziehungen können beispielsweise zwischen dem Management und Mitarbeitern oder Management und Fremdkapitalgebern bestehen.

¹² Jensen and Meckling (1976, p. 309); Haric (2015)

¹³ Ramaj (2010, p. 46)

¹⁴ Ramaj (2010, p. 46)

Maximierung des Shareholder-Values auf das Management. Durch seine operative Nähe zum Geschäft hat das Management jedoch einen Informationsvorsprung gegenüber den Shareholdern (asymmetrische Informationsverteilung), den es nutzen kann, um eigene Ziele zu verfolgen.¹⁵ So kann es zu einem Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Management kommen (vgl. Abb. 1).

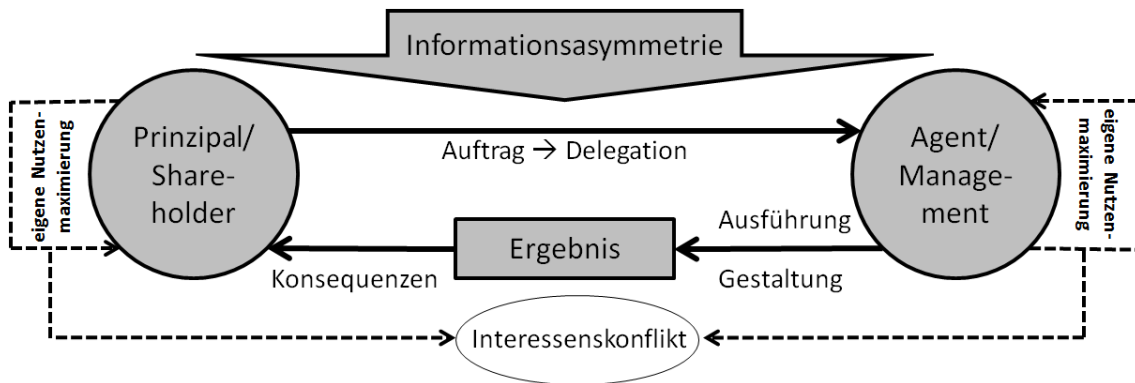


Abb. 1: Principal-Agent-Beziehungen¹⁶

Die Shareholder können die Handlungen des Managements nicht verfolgen, sondern lediglich das Unternehmensergebnis beobachten, das allerdings auch aufgrund externer Faktoren, anstelle einer soliden Managementleistung, positiv ausfallen kann.¹⁷ Den Shareholdern widerstrebende Interessen könnten beispielsweise Informationsverzerrung und -zurückhaltung oder übermäßige Orientierung an Wachstumszielen zur Ausdehnung des eigenen Machtbereichs,¹⁸ außerdem übertriebene Unternehmensdiversifikationen, Durchführung von ineffizienten Firmenzusammenschlüssen und der Widerstand gegen die eigene Entlassung wegen Inkompetenz sein.¹⁹

Das Kapitel soll an dieser Stelle nur den Grundkonflikt der Principal-Agent-Beziehung skizzieren, um eine Ausgangsstellung für die weitere Diskussion zu bereiten. Die Problematik wird in weiteren Kapiteln dieser Arbeit wieder aufgegriffen und dort im konkreten Zusammenhang erläutert.

¹⁵ Theis (2014, p. 27)

¹⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an: Schmid (2011)

¹⁷ Ramaj (2010, p. 46)

¹⁸ Milgrom and Roberts (1992, pp. 491 ff); Goebel (2002, p. 228)

¹⁹ Beiner (2005, p. 16)

2.2 Mergers and Acquisitions

Im folgenden Kapitel sollen wesentliche Merkmale von M&A in Kurzform erläutert werden, um den Begriff und sein Verständnis in den Bezugsrahmen der Arbeit eingliedern zu können.

Der angloamerikanische Begriff M&A, der ins Deutsche übersetzt in etwa Fusionen/Verschmelzungen und Übernahmen bedeutet, weist in Literatur und Praxis keine abgegrenzte und allgemeingültige Definition auf.²⁰ Der Begriff wird häufig synonym für eine Vielzahl von Termini wie beispielsweise Unternehmensakquisitionen, Übernahme, Merger, Konzentration, Fusion, Takeover, Zusammenschluss und strategische Allianz verwendet.²¹ Um sich dem Verständnis von M&A zu nähern, kann auch der Begriff des M&A-Managements nach Wirtz betrachtet werden: „Das M&A-Management umfasst den Prozess und das Ergebnis des strategisch motivierten Kaufs bzw. Zusammenschlusses von Unternehmen oder Unternehmensteilen und deren anschließender Integration oder Weiterveräußerung. Damit verbunden ist eine Übertragung der Leitungs-, Kontroll- und Verfügungsbefugnisse.“²² Die folgende Abbildung systematisiert den Begriff M&A im weiten und engen Sinn:



Abb. 2: Formen von Unternehmenszusammenschlüssen²³

²⁰ Wirtz (2012, p. 10)

²¹ Müller-Stewens (2010, p. 4)

²² Wirtz (2012, p. 12)

²³ Wirtz (2012, p. 13); Bieg and Kußmaul (2006, pp. S.345 ff)

Unternehmenskooperationen und -zusammenschlüsse unterscheiden sich demnach durch den Status ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Selbstständigkeit. Für diese Arbeit sind vor allem die Zusammenschlüsse im engen Sinn relevant, da vorwiegend aus diesen Bereichen Transaktionen mit sehr hohen Volumina hervorgehen. Große Transaktionen hingegen haben potenziell einen starken Einfluss auf den Unternehmenswert und begründen eine Kommunikation nach innen und außen, die jeden Teilschritt des Zusammenschlusses begleitet²⁴ und deswegen auch erwartete und realisierte Synergien kommunizieren sollte. Akquisition beschreibt die Aneignung und Eingliederung einer Unternehmung oder von Unternehmensteilen in eine aufnehmende Unternehmung.²⁵ Bei der Akquisition, im Unterschied zu einer Fusion, kann die rechtliche Selbstständigkeit der akquirierten Unternehmung erhalten bleiben, da nur die wirtschaftliche Autonomie durch einen Eigentümerwechsel eingeschränkt oder aufgegeben wird.²⁶

2.2.1 Motive, Arten und Erscheinungsformen

M&A-Transaktionen können als Form der strategischen Unternehmensentwicklung betrachtet werden, mit denen auf veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen reagiert wird.²⁷ Grundsätzliches Motiv ist die Suche nach Potenzialen für Wettbewerbsvorteile und deren Umsetzung.²⁸ Auch für diese unternehmerische Option ist das Management, ungeachtet seines Selbstverständnisses, der Maxime der Wertsteigerung des Unternehmens unterworfen.²⁹ Diese kann durch Steigerung der betrieblichen Effizienz oder durch Geschäftswachstum erzielt werden, wobei langfristiger Unternehmenserfolg vor allem auf Geschäftswachstum basiert.³⁰ Dieser kann anorganisch durch M&A erzielt werden. Folgende Tabelle zeigt die wesentlichen Motive für M&A-Transaktionen.

²⁴ Vogel (2002, p. 191)

²⁵ Grill (2011, p. 16)

²⁶ Grill (2011, p. 16)

²⁷ Wirtz (2012, p. 63)

²⁸ Berens, Mertes, and Strauch (2013, p. 34)

²⁹ Böcker (2011, p. 22)

³⁰ Glaum, Hommel, and Thomaschewski (2003, p. 832)

Motive des Käufers			Motive des Verkäufers	
strategische Motive	finanzielle Motive	persönliche Motive	Eigentümer-spezifische Motive	Unternehmens-spezifische Motive
Marktmotive (Erweiterung Beschaffungs- und Absatzmarkt)	Kapitalmarkt-bedingte Motive (verbesserter Zugang zu Kapitalquellen und Unterbewertung des Kaufobjektes)	Hybris-Hypothese (Selbstüberschätzung des Mgt.)	<ul style="list-style-type: none"> Nachfolge-regelung Differenzen zwischen Gesellschaftern beruflicher Ausstieg finanzielle Notlage 	<ul style="list-style-type: none"> fehlende Mittel für Investitionen Schuldenabbau/ Liquiditäts- engpässe Konzentration auf Kernkompetenzen strategische Neuausrichtung Ausstieg wichtiger Mitarbeiter
Leistungsmotive (Zusammenführung funktionaler Einheiten entlang der Wertschöpfungskette)		Managerialismus-Hyp. (Forcierung unprofitablen Wachstums aufgrund falscher Anreizsysteme)		
Risikomotive (Diversifikation und Portfoliotheorie)		Diversifikations-Hypothese (Risikoaversion resultiert in zu starker Divers.)		
	bilanzpolitische und steuerliche Motive			

Tab. 1: Motive für M&A-Entscheidungen³¹

Für diese Arbeit ist lediglich die Perspektive des Käufers relevant, da nur diese originäre Kommunikation zwischen Käufer und Shareholdern sowie die Auswirkungen auf den Aktienkurs untersucht werden. Die strategischen Motive weisen einen Bezug zur Unternehmensstrategie auf und zielen im Wesentlichen auf die Realisierung von Synergieeffekten ab, wohingegen finanzielle Motive regelmäßig in der Steigerung der Rentabilität durch Erzielung kurz- bis mittelfristiger Gewinne oder der Ausnutzung steuerlicher Aspekte begründet sind.³² Persönliche Motive hingegen zeigen einen weniger ökonomischen Charakter und sind vor allem psychisch-soziale Beweggründe oder solche, die aus Agency-Problematiken resultieren.³³

In Theorie und Praxis haben sich Differenzierungskriterien etabliert, mithilfe derer bedeutende Facetten von M&A beschrieben werden können. Wesentliche Erscheinungsformen werden in der folgenden Tabelle skizziert.

Klassifizierung	Art	Erläuterung
nach der Transaktionsrichtung	vertikale Transaktion	Transaktion mit Partnern von vor- oder nachgelagerten Wertschöpfungsstufen innerhalb derselben Industrie
	horizontale Transaktion	Transaktion zwischen Partnern auf derselben Wertschöpfungsstufe innerhalb derselben Industrie/Branche
	Konglomerate	Transaktion produkt- oder industrieübergreifend; Diversifizierungsgedanke, kein leistungswirtschaftlicher Zusammenhang
nach dem Modus/ Einverständnis	freundlich (friendly)	im Vorfeld der Transaktion werden i.d.R. konstruktive Verhandlungen geführt
	feindlich (hostile)	Übernahmeprozess ohne vorheriges Einverständnis (z.B. durch ein öffentliches Übernahmeangebot); Abwehrreaktionen des Zielobjektes

³¹ Eigene Darstellung nach: Wirtz (2012, pp. 64, 80)

³² Wirtz (2012, pp. 64, 72); Der Synergiebegriff wird in Kapitel 2.2.3. behandelt.

³³ Berens et al. (2013, p. 41)

Klassifizierung	Art	Erläuterung
nach dem Initiator	Verkäufer initiiert	Möglichkeit verschiedener Strukturierungsoptionen (z.B. öffentliche oder kontrollierte Auktion)
	Käufer initiiert	Käufer tendieren im Auktionsprozess dazu, einen zu hohen Übernahmepreis zu bezahlen: teilweise sogar mehr als sie an Wert mit Synergieeffekten generieren können
nach Bezahlart	Eigenmittel	Gewinnrücklagen, Barmittel aus Cash-Flow, neue Aktien
	Fremdmittel	Leveraged Deals
nach Art des Wertübertrages	Asset-Deal	Übertragung einzelner Vermögensgegenstände (Bilanzposten)
	Share-Deal	Übertragung der Unternehmensanteile (z.B. Aktien)

Tab. 2: Arten und Erscheinungsformen von M&A³⁴

In der Praxis gibt es eine Vielzahl weiterer Kategorisierungen, die jedoch nicht überschneidungsfrei sind.³⁵ Als Verständnisgrundlage für die weiteren Ausführungen dieser Arbeit sind die genannten Arten und Erscheinungsformen ausreichend.

2.2.2 Ablauf, Erfolgsfaktoren und Erfolgsmessung

Der idealtypische Ablauf einer M&A-Transaktion erfolgt in drei Phasen, wobei die Teilprozesse als integrativ und iterativ angesehen werden können und nicht zwangsläufig in der dargestellten Reihenfolge ablaufen müssen (vgl. Tab. 3).³⁶

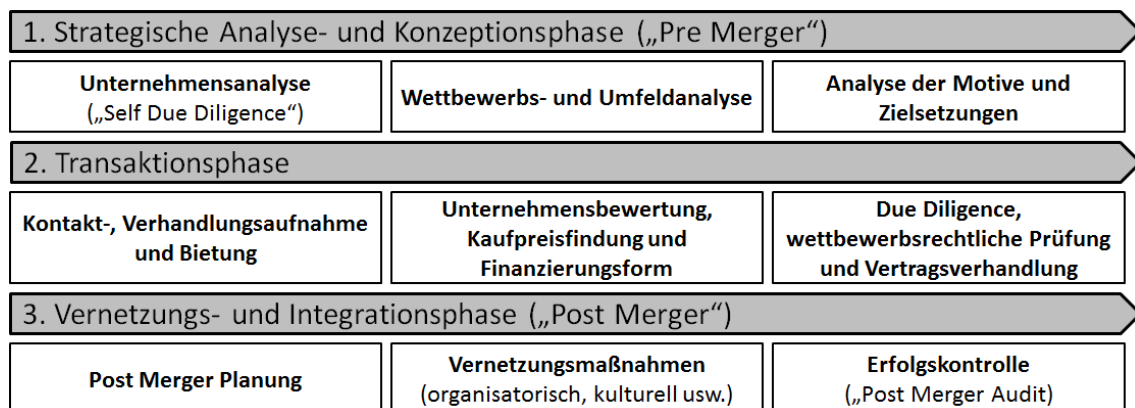


Abb. 3: Idealtypische Phasen einer M&A-Transaktion³⁷

Im Rahmen der ersten Phase kommen M&A als Ergebnisse von Zufällen oder Opportunitäten angebotsgetrieben oder nachfragegetrieben durch gezielte Pla-

³⁴ Eigene Darstellung nach: Mititelu and Hunger (2009, pp. 21–22); Beitel (2002, pp. 9–14); Grill (2011, pp. 18–19)

³⁵ Beitel (2002, p. 9)

³⁶ Jansen (2008, p. 249)

³⁷ Eigene Darstellung nach: Jansen (2008, p. 249)

nung und Analyse zustande.³⁸ Die darauf folgende Transaktionsphase betrifft das eigentliche „Deal Making“ vom Erstkontakt mit dem Kaufobjekt über die konkrete Chancen- und Risikoermittlung und Kaufpreisfindung bis hin zum Vertragsabschluss.³⁹ Die Integrationsphase als letzter Schritt wird als entscheidend angesehen, um einen tatsächlichen M&A-Erfolg zu realisieren.⁴⁰ Sie beinhaltet die Planung und Durchführung des Integrationsprozesses auf verschiedenen Ebenen, sodass die Wertsteigerungspotentiale der Vorphasen ausgeschöpft und die formulierten Ziele erreicht werden können.⁴¹ Erfolgsfaktoren für M&A im Sinne dieser Arbeit beziehen sich vor allem auf die Integrationsphase, da diese über mehrere Jahre läuft und entscheidend für die Realisierung von Synergien ist. Wesentliche und in der Literatur wiederkehrende Erfolgsfaktoren sind u.a. eine sorgfältige Vorbereitung, Koordinierung und Kontrolle des Integrationsprozesses (Projektmanagement), die Beachtung der Unternehmenskulturen, der internen Organisation und der Logistik, eine umfassende innere und äußere Kommunikation, Mitarbeiter und Manager mit Schlüsselfunktionen und ein funktionierendes Wissensmanagement.⁴² Gerade die Kommunikation gilt als zentraler Erfolgsfaktor von M&A-Transaktionen.⁴³ Trotz des Wissens um diese Faktoren ist eines der weitgehend geteilten Ergebnisse der Forschung, dass M&A nicht zu einer nachhaltigen Verbesserung des Unternehmensergebnisses auf Käuferseite beitragen.⁴⁴ Oft scheitern sie an einer zu hohen Komplexität, Kulturbarrrieren oder einem Fokus auf rein finanzielle Interessen, die sich jedoch nicht realisieren lassen.⁴⁵ Auch eine unzureichende Information und Kommunikation der Beteiligten wird häufig moniert.⁴⁶ Ob eine Transaktion erfolgreich verlaufen ist, kann qualitativ oder quantitativ beurteilt werden. Eine Analyse kann demgemäß jahresabschlussorientiert (Auswertung Bilanz, GuV, Lagebericht), kapitalmarktorientiert (Analyse des Aktienkurses, z.B. durch Ereignisstudien),

³⁸ Jansen (2008, p. 249)

³⁹ Wirtz (2012, p. 121)

⁴⁰ Picot (2012, p. 22)

⁴¹ Gerpott (1993, p. 120); Grill (2011, p. 26)

⁴² Picot (2012, pp. 22–24); Auch Horzella systematisiert und nennt zahlreiche Erfolgsfaktoren: Horzella (2010, pp. 106ff)

⁴³ Jansen (2005, p. 542)

⁴⁴ Voss and Müller-Stewens (2006, p. 8); Diese nennen als Beleg zahlreiche Studien

⁴⁵ Furtner (2011, pp. 26–28)

⁴⁶ Strohmer (2001, p. 85)

ereignisorientiert (Demerger, Kennzahlen z.B. MA-Fluktuation) oder durch Befragung von Mitarbeitern, Managern und externen Experten, erfolgen.⁴⁷

2.2.3 Synergien

Unter Synergien wird im Zusammenhang mit M&A verstanden, dass sich mit der wirtschaftlichen Vereinigung von Unternehmen ein Wertzuwachs einstellt, der größer ist als die Summe der betrachteten Einzelobjekte (positive Synergie: $\text{Unt. A} + \text{Unt. B} < \sum (A+B)$).⁴⁸ „Synergism ist das Schlagwort und das Bewertungskriterium für den strategischen Wert einer Fusion.“⁴⁹ Da durch M&A Kosten infolge einer mehr oder weniger hohen Transaktionsprämie sowie dem Marktpreis des akquirierten Unternehmens entstehen, muss das Management erfolgsrelevante Wertsteigerungspotenziale identifizieren, die gegenüber den Shareholdern rechtfertigen, warum ein höherer Preis als der sog. Stand-Alone-Wert für das Übernahmeobjekt gezahlt wird.⁵⁰ Folgende Abb. zeigt die Beziehung von Synergiepotenzialen und Akquisitionsprämie auf.

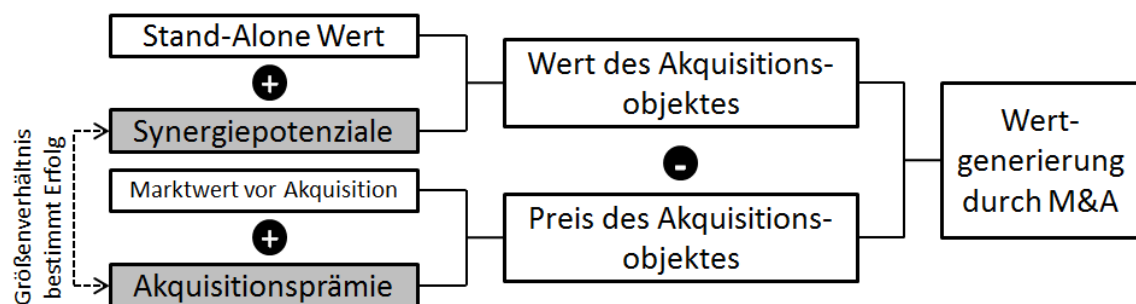


Abb. 4: Wertgenerierung durch M&A⁵¹

Synergien können in finanzwirtschaftliche Synergien (vgl. Finanzielle Motive in Tab. 1), Kostensynergien (Kapazitätsauslastungs- und Verbundeffekte) und Marktsynergien (Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit) eingeteilt werden.⁵² Der Begriff Synergieversprechen soll für diese Arbeit als von Unternehmen kommunizierte quantitative Synergiepotenziale aller Synergiearten definiert werden.

Synergien unterliegen der Problematik, dass sie nur schwierig genau ermittelt werden können. Daher neigen Manager nach der Hybris-Hypothese dazu, Sy-

⁴⁷ Wirtz (2012, pp. 435 ff)

⁴⁸ Wilplinger (2007, p. 7); Wirtz (2012, p. 64)

⁴⁹ Albrecht (1971, p. 65)

⁵⁰ Böcker (2011, p. 14)

⁵¹ Gildemeister (2008, p. 3); Coenenberg and Sautter (1988, p. 691)

⁵² Gildemeister (2008, p. 19)

nergiepotenziale überzubewerten (negative unterzubewerten) oder aufgrund des Glaubens an die eigenen Fähigkeiten weitere nicht identifizierte, jedoch auch nicht vorhandene Potenziale zu realisieren.⁵³ Teilweise gibt es tatsächlich entsprechende Synergiepotenziale, die jedoch in der M&A-Integrationsphase nicht oder nur teilweise realisiert werden können.⁵⁴ Synergien sind ein zentraler Aspekt von M&A und beeinflussen durch ihre Erreichung direkt den Transaktionserfolg. Daher gehört ihre Kommunikation gegenüber den Shareholdern in das „Pflichtprogramm“ einer M&A-Transaktion.⁵⁵

2.3 Kapitalmarkttheorie

In diesem Kapitel wird ein Einblick in die grundlegende Funktionsweise des Kapitalmarktes gegeben, der helfen soll, die Methodik des im dritten Kapitel entwickelten Ansatzes nachzuvollziehen. Zudem wird in Kurzform die Funktionsweise von Ereignisstudien dargestellt, da diese mitunter als Vergleich zur Beurteilung des Ansatzes herangezogen werden.

2.3.1 Grundlagen

Der Kapitalmarkt wird als ein komplexes System verstanden und ist eine Spezialform des Finanzmarktes, in dem Angebot und Nachfrage für längerfristige Finanzierungstitel unabhängig von Zeit und Ort aufeinandertreffen.⁵⁶ Im Fokus dieser Arbeit steht dabei der durch die Börse organisierte sekundäre Aktienmarkt, auf dem bereits emittierte Unternehmensbeteiligungen von unterschiedlichen Marktteilnehmern gehandelt werden (vgl. Abb. 5).

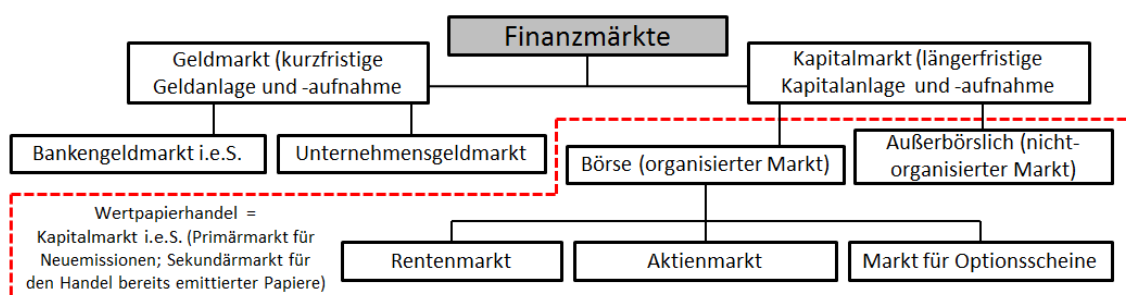


Abb. 5: Unterteilung der Finanzmärkte⁵⁷

⁵³ Böcker (2011, p. 27)

⁵⁴ Gildemeister (2008, pp. 80–81)

⁵⁵ Zimmermann (2005, p. 491)

⁵⁶ Ruf (2014, p. 15)

⁵⁷ Eigene Darstellung nach: Perridon, Rathgeber, and Steiner (2012, p. 173); Heldt (2015a)

Da der Aktienmarkt ein Teil des Kapitalmarktes i.e.S. ist, gelten die beschriebenen Funktionsweisen und Theorien des Kapitalmarktes ebenso für den Aktienmarkt. Grundlage jeder Aktivität bzw. jedes Kaufes oder Verkaufes am Finanzmarkt sind Informationen,⁵⁸ die aus unzähligen Einflussfaktoren wie z.B. Trends, Konjunktur, politischen Entscheidungen, Investorenverhalten und Unternehmensmeldungen resultieren können.⁵⁹ Die sich durch Angebot und Nachfrage bildenden Aktienkurse sind dabei das Spiegelbild der aggregierten Erwartungen der Marktteure bezüglich der Gewinnaussichten von Unternehmen.⁶⁰ Die Aufnahme und Interpretation von relevanten Informationen über ein Unternehmen führen zum Handeln der Marktteure und bilden einen Bewertungsmechanismus für die Managementqualität eines Unternehmens sowie die Geschehnisse auf dem Gütermarkt.⁶¹ Der Kapitalmarkt als externer Kontrollmechanismus von Managemententscheidungen (z.B. Entscheidung für eine M&A-Transaktion) reguliert im Falle offener und korrekter Informationen den Principal-Agent-Konflikt insofern, als dass nicht im Sinne der Shareholder getroffene Entscheidungen zu sinkenden Aktienkursen führen.⁶² Sinkende Aktienkurse hingegen schmälern die aktienkursbasierte Vergütung des Managements (welche den Anreiz zur Orientierung am Shareholder-Value sicherstellen soll) und führen darüber hinaus zu einem sinkenden Marktwert, der wiederum die Gefahr birgt, infolge einer Unterbewertung des Unternehmens selbst Ziel einer feindlichen Übernahme zu werden.⁶³ Als Resultat einer solchen feindlichen Übernahme wird das bestehende Management i.d.R. durch ein anderes Management ausgetauscht (Arbeitsplatzverlust).⁶⁴ Wenn Shareholder also zu der Ansicht kommen, dass das Management künftige Gewinnaussichten auf den Gütermärkten schmälert und keine anderen Disziplinierungsmöglichkeiten bestehen, wäre es rational, die Aktien zu verkaufen.⁶⁵ Diese sog. „Abwanderung“ führt immer dann zu sinkenden Kursen, wenn es nicht mindestens die gleiche Anzahl an Marktteilnehmern gibt, die zum derzeitigen Aktienkurs bereit sind,

⁵⁸ Fey (2000, p. 13)

⁵⁹ Porak and Fieseler (2009, p. 225)

⁶⁰ Fey (2000, p. 14)

⁶¹ Leipold (1984, p. 32); Schüller (1978, pp. 58ff)

⁶² Loeffert (2007, p. 72)

⁶³ Ruf (2014, pp. 17–18)

⁶⁴ Loeffert (2007, p. 72)

⁶⁵ Fey (2000, p. 14)

diese Papiere zu kaufen, also zu einer positiveren Beurteilung des amtierenden Managements kommen.⁶⁶

Im Rahmen des Handels an den Aktienmärkten bildet sich durch Multiplikation des Aktienkurses mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien ein aktueller Marktwert des Unternehmens, der als Marktkapitalisierung bezeichnet wird.⁶⁷ Dieser Marktwert kann durch zwei Ursachen vom objektiven oder auch fundamentalen Unternehmenswert abweichen. Eine Divergenz kann sich zum einen als Ergebnis des Handelsprozesses, welcher neben Informationen auch durch psychologische Faktoren (Trends, Herdentriebe usw.) beeinflusst wird, ergeben oder aus der bestehenden Informationsasymmetrie zwischen dem Management und den Shareholdern (Principal-Agent-Konflikt) resultieren.⁶⁸ Demnach kann das Management aufgrund seines Informationsvorsprunges eine genauere Einschätzung der Wertsteigerungspotenziale vornehmen.⁶⁹ Die Abweichung des Marktwertes vom fundamentalen Wert begründet eine positive bzw. negative Wertlücke und wird als Über- oder Unterbewertung bezeichnet (vgl. Abb. 6).

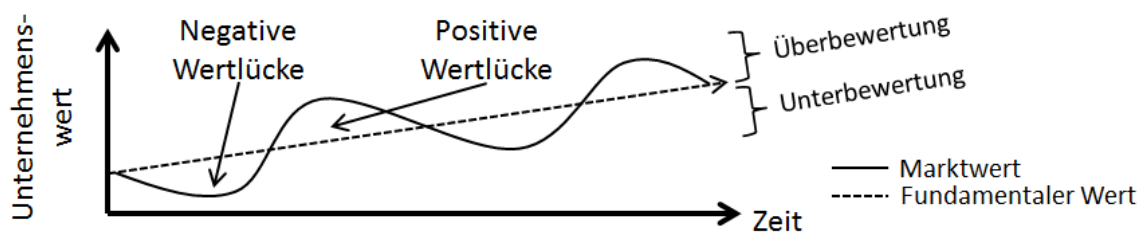


Abb. 6: Wertlücken des Unternehmenswertes⁷⁰

Diese Wertlücken sollten sich mit zunehmender Transparenzgüte, d.h. mit einem besseren Informationsstand der Marktteilnehmer, verringern.⁷¹ Die daraus resultierende Objektivierung der Aktienkurse beeinflusst wiederum die Unternehmensbewertung und die Einschätzungsqualität der Fähigkeiten des Managements.⁷²

⁶⁶ Fey (2000, p. 14)

⁶⁷ Heldt (2015b)

⁶⁸ Theis (2014, p. 25)

⁶⁹ Theis (2014, p. 19)

⁷⁰ Eigene Darstellung nach: Theis (2014, p. 19); Schmidt, Grigoleit, and Nippa (2009, p. 28)

⁷¹ Schmidt et al. (2009, p. 27)

⁷² Schmidt et al. (2009, p. 27)

2.3.2 Effizienzmarkthypothese und Behavioral Finance

Die Erklärung von Geschehnissen auf dem Kapitalmarkt kann im Wesentlichen in zwei Paradigmen bzw. Theorien eingeordnet werden: in die Effizienzmarkthypothese (EMH) als Teil der neoklassischen Kapitalmarkttheorie, die in der akademischen Diskussion die vorherrschende Lehre darstellt⁷³ sowie in die verhaltensorientierte Finanzwissenschaft (Behavioral Finance), als Teil der Verhaltensökonomik.⁷⁴

In der neoklassischen Kapitalmarkttheorie wird der Mensch als Homo Oeconomicus modelliert, dessen Entscheidungen stets rational sowie nutzenorientiert sind und auf vollständigen Informationen beruhen.⁷⁵ Im Rahmen der EMH, die wesentlich durch die Arbeiten von Fama geprägt wurden, werden die Einzelentscheidungen des Homo Oeconomicus auf Marktebene aggregiert und in einen Zusammenhang mit dem gleichgewichtigen Marktpreis eines Wertpapiers gesetzt, welcher sich aus Angebot und Nachfrage ergibt.⁷⁶ Demnach weisen die Marktteilnehmer homogene Erwartungen bzgl. der Entwicklung eines Wertpapiers auf.⁷⁷ Mögliche nicht rationale Entscheidungen des Individuums treten dabei zufällig auf und werden auf aggregierter Marktebene durch das Gesetz der großen Zahlen gegenseitig aufgehoben.⁷⁸ Nach Fama werden in einem effizienten Markt alle verfügbaren Informationen vollständig und sofort im Wertpapierkurs reflektiert.⁷⁹ Außerdem bestehen keine Informations- und Transaktionskosten für die Marktteilnehmer.⁸⁰ Im dem wohl am häufigsten zitierten Aufsatz der modernen Kapitalmarktforschung⁸¹ unterscheidet Fama drei Formen der Informationseffizienz (vgl. Tab. 3).⁸²

Form	Beschreibung	Bedeutung/Folge
schwach	in aktuellen Wertpapierkursen sind alle historische Informationen beinhaltet	in einem solchen Markt stellen Informationen über historische Kursentwicklungen den einzigen kursrelevanten Faktor dar

⁷³ Göbel (2009, p. 68); Schmidt (1990, p. 14)

⁷⁴ Schriek (2010, p. 25); Theis (2014, p. 39)

⁷⁵ Schriek (2010, p. 20)

⁷⁶ Averbek (2010, p. 8)

⁷⁷ Schwarzer (2003, p. 12)

⁷⁸ Averbek (2010, p. 8); Theis (2014, p. 35)

⁷⁹ Fama (1991, p. 1575)

⁸⁰ Fama (1991, p. 1575)

⁸¹ Schwarzer (2003, p. 12)

⁸² Fama (1970)

Form	Beschreibung	Bedeutung/Folge
mittel-streng	zudem sind alle öffentlich verfügbaren Informationen durch die gegenwärtigen Kurse reflektiert	Insidern wäre es (zumindest kurzfristig) möglich, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen
streng	in aktuellen Kursen sind auch Insiderinformationen bzw. nicht-öffentliche Informationen enthalten	selbst Insider könnten keine überdurchschnittlichen Renditen erzielen

Tab. 3: Ausprägungen der EMH nach Fama⁸³

Informationsasymmetrien zwischen Managern und Shareholdern und daraus resultierende positive oder negative Wertlücken könnten nur infolge der schwachen oder mittelstrengen Form der EMH existieren, da bei der strengen EMH Wertveränderungen des fundamentalen Wertes direkt zu einer Anpassung des Marktwertes führen würden.⁸⁴ Aus Sicht der Effizienzmarkthypothese können nur völlig neue wertrelevante Informationen bzw. überraschende Ereignisse zu Kursveränderungen führen.⁸⁵ Da Marktteilnehmer nicht wissen können, wann welche wertrelevanten Informationen erscheinen, können im Zeitablauf entstehende Gleichgewichtspreise (wie z.B. Aktienkurse) in keiner systematischen Beziehung zueinander stehen.⁸⁶ Aktienkurse entstehen demnach unabhängig voneinander, rein zufällig auf Grundlage neu eintreffender Informationen am Markt (Random-Walk-Hypothese).⁸⁷ Die Realität an der Börse wird am ehesten durch eine Mischform der schwachen und mittelstrengen EMH beschrieben,⁸⁸ wohingegen die mittlere EMH empirisch betrachtet „am besten“ abgesichert ist.⁸⁹ Überwiegend abgelehnt wird hingegen die Hypothese vollständiger Märkte aufgrund der strengen EMH.⁹⁰

Die relativ junge wirtschaftswissenschaftliche Schule der Behavioral Finance (BF) entwickelte sich im Wesentlichen aus der Kritik am neoklassischen Ansatz, der mit seinem Homo-Oeconomicus-Konstrukt jeglichen Einfluss psychologischer Faktoren, wie z.B. Emotionen und zeitliche oder kognitive Beschränkungen bei der Informationsaufnahme und -verarbeitung, unberücksichtigt ließ.⁹¹ Mithilfe der psychologischen Erklärungsansätze der Behavioral Finance lassen

⁸³ Eigene Darstellung nach: Fama (1970); Labhart (1999, p. 49); Wichels (2002, p. 54)

⁸⁴ Theis (2014, p. 37)

⁸⁵ Hoffmann (2001, p. 12); Theis (2014, p. 36)

⁸⁶ Theis (2014, p. 37)

⁸⁷ Schachter, Hood, Andreassen, and Gerin (1986, p. 242)

⁸⁸ Ruf (2014, pp. 24–25); Theilen (2008, p. 34); Kübler (1994, p. 50); Auckenthaler (1994)

⁸⁹ Scheufele and Haas (2008, p. 305); May (1991)

⁹⁰ Finnerty (1976); Lucks and Meckl (2002, p. 16); Labhart and Volkart (2009, p. 206); Auckenthaler (1994)

⁹¹ Hardman (2009, p. 5); Theis (2014, p. 39); Piwinger (2009, p. 24)

sich manche Irrationalitäten bzw. beobachtete Anomalien an den Finanzmärkten erklären.⁹² Dabei ist die BF nicht notwendigerweise als Substitut der neoklassischen EMH zu sehen, sondern vielmehr als eine Ergänzung, die den Erklärungsgehalt ökonomischer Modelle durch realistischere, weniger restriktive Annahmen und psychologisch orientierte Perspektiven erhöht.⁹³ Dafür kann die BF in drei Arten von Erklärungsansätzen gegliedert werden. Innerhalb der Heuristik handeln Marktakteure willkürlich oder aufgrund fehlender Ressourcen und mithilfe eigener vereinfachter Entscheidungsregeln nicht rational (z.B. Verlustaversion, Tendenz zum Status quo, Selbstbestätigung).⁹⁴ Framing-Effekte zielen auf die Art und Darstellungsweise eines Problems ab und beeinflussen das Entscheidungsverhalten einer Person durch die Ausgestaltung des Entscheidungsrahmens (z.B. Mentale Buchführung, Risikotoleranz, Bedauern).⁹⁵ Innerhalb des dritten Feldes, der Ineffizienz des Marktes, werden marktbasierende Anomalien, wie z.B. Herdenverhalten, Informationsüberflutung und informationelle Benachteiligung beschrieben.⁹⁶ Die folgende Tabelle stellt die größten Unterschiede der beiden Paradigmen EMH und BF gegenüber.

Aspekt	Klassische Kapitalmarkttheorie	Behavioral Finance
Investoren	Homogen (<i>Handelsmotiv: Gewinnerzielung</i>)	Heterogen (<i>zahlreiche „sozio-dynamische“ Handelsmotive</i>)
Information	Vollkommen (<i>vollständig, zeitgleich, korrekt, kostenlos</i>)	Unvollkommen/unvollständig (<i>Informationsasymmetrie, Informationsdiffusion</i>)
Verhalten	Unabhängiges, rationales Verhalten (<i>individuell, kollektiv</i>)	Abhängige „irrationale“ Verhaltensmuster (<i>systematische Verhaltensanomalien</i>)
Fehler	Ausgleich individueller Fehler auf der Markt-Ebene (<i>im Sinne des Gesetzes der großen Zahl</i>)	Aggregation individueller Fehler auf der Markt-Ebene („soziale Imitation“, „soziale Infektion“)
Arbitrage-Prinzip	Funktionierend (<i>Ausgleich von Fehlbewertungen durch „rationale“ Spekulanten, Arbitrageure</i>)	Eingeschränkt funktionierend (<i>da wirkungslos bei kollektivem Fehlverhalten und „Marktmoden“</i>)

Tab. 4: Paradigmen der Kapitalmarkttheorie⁹⁷

Der neoklassischen EMH liegen, trotz ihrer Einschränkungen sowie der Kritik der BF, eine Vielzahl von etablierten Kapitalmarktmodellen zugrunde.⁹⁸ Auch für diese Arbeit werden die Annahmen der mittelstrengen EMH als Ausgangsbasis

⁹² Piwinger (2009, p. 24)

⁹³ Camerer and Loewenstein (2004, p. 3); Theis (2014, p. 40)

⁹⁴ Thießen (2011, p. 246); Shefrin (2007, pp. 13–22); Ruf (2014, p. 238)

⁹⁵ Tversky and Kahneman (1981, pp. 453ff); Shefrin (2007, pp. 23–32); Ruf (2014, p. 238)

⁹⁶ Shefrin (2007, pp. 33–42); Ruf (2014, p. 238)

⁹⁷ Rapp (2000, p. 92)

⁹⁸ Wichels (2002, p. 53); Frantzmänn (1989, p. 66). Als prominentes Beispiel sei das CAPM (Capital Asset Pricing Modell) genannt.

für die weitere Untersuchung vorausgesetzt. Sie werden benötigt, um die Messung von Aktienkursreaktionen innerhalb eines Ereigniszeitfensters von nur einem Tag zu begründen sowie um den Kontrollmechanismus des Kapitalmarktes kritisch würdigen zu können. Die Analyse und Beschreibung von Effekten und Anomalien, die innerhalb der Behavioral Finance betrachtet werden, sind hingegen nicht Gegenstand dieser Arbeit. Sie sind jedoch insofern von Interesse, als dass sie potenzielle Störvariablen für eine spätere Aktivitätsmessung des Aktienkurses darstellen können.

2.3.3 Ereignisstudien

Empirische Untersuchungen der Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt werden i.d.R. mithilfe sog. Ereignis- bzw. Eventstudien durchgeführt.⁹⁹ Diese setzen für gewöhnlich auf dem Zeitpunkt eines ausgewählten Ereignisses an und vergleichen die IST-Situation des Aktienkurses mit einer hypothetisch konstruierten Entwicklung des Unternehmens ohne Eintreten des Events.¹⁰⁰ Eine Differenz der so ermittelten Aktienrenditen wird vereinfacht auf das Ereignis zurückgeführt (vgl. Abb. 7).¹⁰¹ Im Schätzfenster werden die Parameter für das Modell zur Ermittlung der hypothetischen Renditen¹⁰² ermittelt, wohingegen das Ereignisfenster oder Event-Window der Zeitraum ist, in dem die Aktienkursreaktionen gemessen werden.¹⁰³

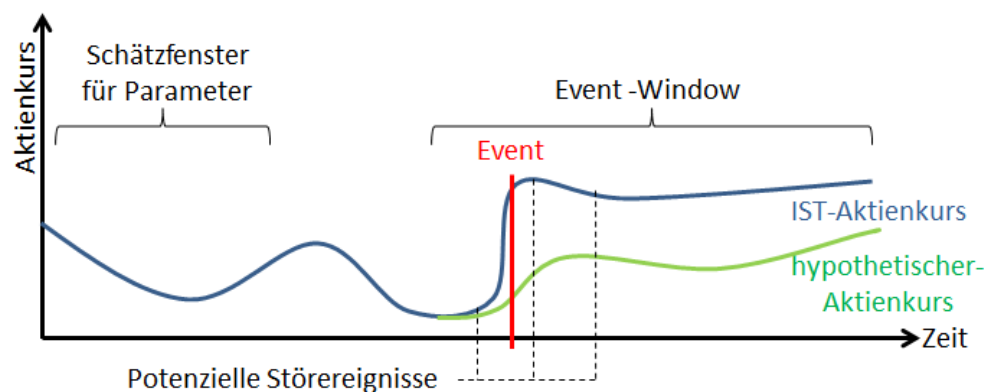


Abb. 7: Vereinfachte Funktionsweise einer Ereignisstudie¹⁰⁴

⁹⁹ Schwarzer (2003, p. 19)

¹⁰⁰ Im übertragenden Sinn Vogel (2002, p. 283). Dieser bezieht sich jedoch auf die kapitalmarkt-orientierte M&A-Erfolgsmessung

¹⁰¹ Im übertragenden Sinn Vogel (2002, p. 283). Dieser bezieht sich jedoch auf die kapitalmarkt-orientierte M&A-Erfolgsmessung

¹⁰² Nach Lenhard (2009, p. 133) beispielsweise das CAPM

¹⁰³ Goerke (2009, pp. 474–475)

¹⁰⁴ Eigene Darstellung. Schätzfenster und Event-Window nach: Goerke (2009, p. 475)

Je größer das Event-Window gewählt wird, desto mehr Störereignisse (sog. Confounding-Events) können das gemessene Ergebnis verzerren bzw. eine kausale Beziehung zwischen dem Event und den ermittelten Renditen verwässern.¹⁰⁵ Ein weiterer Kritikpunkt der Ereignisstudie ist, dass die hypothetische Aktienkursentwicklung anhand eines Renditemodells ermittelt wird, dessen vergangenheitsbezogene Parameter auf die Zukunft übertragen werden.¹⁰⁶ Die ermittelten Renditen können deshalb, je nach Wahl des Renditemodells,¹⁰⁷ Lage des Schätzfensters sowie Länge des Event-Windows, unterschiedlich ausfallen.

2.4 Finanzkommunikation/Investor Relations

In diesem Kapitel werden die Grundlagen der vom Unternehmen ausgehenden Finanzkommunikation erläutert sowie ihre Ziele und Absichten dargestellt. Mithilfe dieser Ausgangslage kann das Thema der Finanzkommunikation später gezielter in den Kontext der Fragestellung eingeordnet werden.

2.4.1 Einordnung und Abgrenzung

Der Begriff der Finanzkommunikation ist in der Literatur nicht einheitlich definiert, wird jedoch häufig synonym mit dem Begriff der Investor Relations (IR) verwendet.¹⁰⁸ IR kann dabei wörtlich als „Anleger- oder Kapitalgeberbeziehungs-pflege“ übersetzt werden¹⁰⁹ und ist neben Marketing und Public Relations (PR) ein Teilbereich der Unternehmenskommunikation (vgl. Abb. 8).¹¹⁰

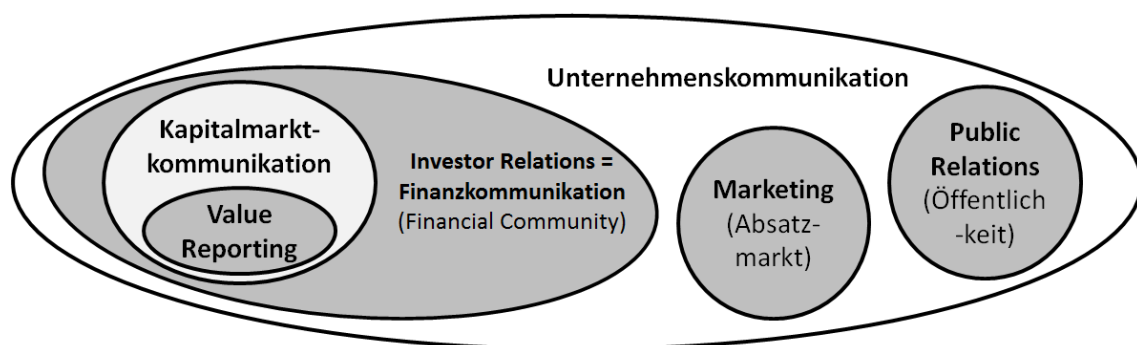


Abb. 8: Teilbereiche der Unternehmenskommunikation¹¹¹

¹⁰⁵ Goerke (2009, pp. 470–471)

¹⁰⁶ Lucks and Meckl (2002, p. 17); Pauser (2007, pp. 111–112)

¹⁰⁷ Pauser (2007, pp. 111–112)

¹⁰⁸ Achleitner et al. (2008, pp. 261–263); Morich (2007, p. 12)

¹⁰⁹ Morich (2007, p. 12)

¹¹⁰ Kirchhoff (2009, p. 34)

¹¹¹ Eigene Darstellung nach: Kirchhoff (2009, p. 34); Achleitner et al. (2008, pp. 261–263);

Die Finanzkommunikation, die im weiteren Verlauf dieser Arbeit als IR bezeichnet wird, ist eine strategische Managementaufgabe, durch die am Kapitalmarkt und in der Öffentlichkeit eine realistische Wahrnehmung des Unternehmens erreicht werden soll, indem die Erwartungen der Kapitalmärkte mit den tatsächlichen und wahrscheinlichen Entwicklungen des Unternehmens in Einklang gebracht werden.¹¹² Dieses Ziel soll durch den kontinuierlichen Dialog über die langfristigen Perspektiven des Unternehmens (z.B. Ziele, Strategien, Zukunftsaussagen, Marktentwicklungen) und zeitnahe zuverlässige Informationen über die laufende Geschäftsentwicklung erreicht werden.¹¹³ Der Fokus dieser Arbeit liegt auf der IR, die wiederum die Kapitalmarktkommunikation und die wertorientierte Berichterstattung (das sog. Value Reporting) einschließt. Nicht weiter behandelt werden hingegen die Teilbereiche Marketing und PR. Diese Abgrenzung folgt der Begründung, dass ausnahmslos die Zielgruppe der IR (die sog. Financial Community) für Veränderungen des Aktienkurses eines Unternehmens verantwortlich ist. Der Begriff IR, mit denen häufig auch Finanzkommunikationsabteilungen in Unternehmen bezeichnet werden, soll in dieser Arbeit nicht nur aus funktionaler, sondern auch aus Sicht einer strategischen Managementaufgabe verstanden werden.

2.4.2 Ziele und Adressaten

Einer in der Schweiz von PriceWaterhouseCoopers und der Kirchhoff Consult AG im Jahre 2006 durchgeführten Studie zufolge schätzen Unternehmen, dass durchschnittlich 24% ihres Aktienkurses durch Kommunikation beeinflusst werden.¹¹⁴ Rund 78 % der Unternehmen glaubten sogar, dass bis zu 30 % des Unternehmenswertes durch Kommunikation determiniert wird.¹¹⁵ Zimmermann beschreibt die Kommunikation als „vierten Produktionsfaktor“, dessen Leistung bei entsprechender Qualität honoriert wird.¹¹⁶ Kirchhoff hebt die strategische Bedeutung der IR-Kommunikation hervor und bezeichnet sie als ein „wichtiges Instrument zur nachhaltigen Wertsteigerung“, das aktiv betrieben werden soll-

Theis (2014, pp. 68–69)

¹¹² Deutscher Investor Relations Verband e.V. (2014, Februar, p. 3); Ruf (2014, pp. 55–56)

¹¹³ Deutscher Investor Relations Verband e.V. (2014, Februar, p. 3); Ruf (2014, pp. 55–56)

¹¹⁴ PricewaterhouseCoopers AG and Kirchhoff Consult AG (2006, p. 37)

¹¹⁵ PricewaterhouseCoopers AG and Kirchhoff Consult AG (2006, p. 37)

¹¹⁶ Zimmermann (2005, p. 498)

te.¹¹⁷ Pfannenberger spricht der IR hingegen keine internen wertgenerierenden Fähigkeiten zu. Er bezeichnet sie als Instrument der Werttransformation, das keinen Unternehmenswert schafft, sondern lediglich hilft ihn zu realisieren.¹¹⁸ Welches Verständnis der IR nun auch vorherrscht, breiter Konsens in der Literatur besteht in dem Kernziel der IR, die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt im Sinne der Unternehmensleitung zu beeinflussen.¹¹⁹ Oft wird in diesem Zusammenhang auch von einer angemessenen oder fairen Bewertung des Unternehmens gesprochen.¹²⁰ Einige Stimmen der Literatur sehen das Kernziel der IR in der Maximierung des Aktienkurses, was jedoch zu einer Überbewertung des Unternehmens führt und langfristig die Renditen der Aktionäre schmälert.¹²¹ Daher ist das primäre Ziel der IR, eine angemessene Bewertung am Kapitalmarkt zu erlangen. Durch gezielte Kommunikation werden Informationsasymmetrien zwischen dem Management und den Shareholdern reduziert und dadurch Wertlücken zwischen dem fundamentalen Wert und dem Marktwert geschlossen.¹²² Die erhöhte Transparenz versetzt die Shareholder in die Lage, zu einer besseren Einschätzung des Unternehmenswertes und seiner künftigen Entwicklung zu gelangen.¹²³ Die verbesserte Kommunikation mindert das Risiko von Fehleinschätzungen und somit auch die Risikoprämie, die Anleger als Teil der Verzinsung ihres eingebrachten Kapitals verlangen (Senkung der Kapitalkosten).¹²⁴ Die folgende Tabelle fasst die Ziele der IR zusammen, die in der Literatur in finanzwirtschaftliche und kommunikationspolitische Ziele aufgeteilt werden.

	Ziele	Kurzbeschreibung
finanzwirtschaftliche	Senkung der EK- und FK-Kosten	Reduzierung von Informationsasymmetrien senkt Risikoprämie
	Stabilität des Aktienkurses	verringerte Schwankung stärkt Vertrauen und mindert Risiko
	Globaler Kapitalzugang	Publizität nach internationalen Standards ermöglicht globale Kapitalquellen
	Schutz vor feindlichen Übernahmen	zu niedriger Börsenkapitalisierung birgt Gefahr der Übernahme

¹¹⁷ Kirchhoff (2009, p. 36)

¹¹⁸ Pfannenberger (2009, p. 77)

¹¹⁹ Ruf (2014, pp. 58–59); Täubert (1998, p. 42)

¹²⁰ Gamper, Volkart, and Wilde (2006, p. 643); Kirchhoff (2009, p. 35); Steuer (2004, p. 30); Dürr (1995, p. 2)

¹²¹ Bassen, Basse Mama, and Ramaj (2010, p. 72)

¹²² Häcker, Unser, Veesser, and Wagner (2001, p. 665); Sakac (2010, p. 19)

¹²³ Wenzel (2005, p. 13)

¹²⁴ Coles, Loewenstein, and Suay (1995); Ramaj (2010, p. 9); Laut folgenden Studien sinken Kapitalkosten mit erhöhter IR-Güte: Botosan (1997); Fischer (2003); Hail (2002)

	Ziele	Kurzbeschreibung
	Unterstützung bei M&A	hoher Aktienkurs vorteilhaft bei Finanzierung durch Aktientausch
	Krisenbewältigung	aufgebaute Beziehungen ermöglichen Kapitalzugang auch in Krisenzeiten
	Beeinflussung der Aktionärsstruktur	Privatinvestoren halten Aktien in Krisen durchschnittlich länger
kommunikations-politische	wahren Unternehmenswert zeigen	Schließung von Wertlücken
	Steigerung des Bekanntheitsgrades	potenzielle Investoren werben
	Schaffung von Vertrauen	Förderung der Loyalität bei der Financial Community
	Steigerung der Informationsqualität	Vermeidung von Fehlinformationen steigert Reifegrad des Unternehmens
	Positionierung des Unternehmens	Festlegung der Peergroup, mit dem das Unternehmen verglichen wird
	Steigerung der Attraktivität für MA	Sicherung von Fachkräften
	Steigerung der Reputation	positive Wahrnehmung am Markt

Tab. 5: Ziele der Investor Relations¹²⁵

Im Rahmen der Stabilität des Aktienkurses soll der Kurs auf einem angemessenen Niveau gehalten werden, ohne einer hohen Volatilität, welche häufig auch als Risiko eines Wertpapiers bezeichnet wird, zu unterliegen.¹²⁶ Die geringe Volatilität des Kurses stärkt das Vertrauen der Anleger und unterstützt die Kapitalplanung, indem die Bestimmung von Emissionspreisen für folgende Emissionen vereinfacht wird.¹²⁷ Ein erhöhter und fairer Aktienkurs, der durch die IR erreicht wird, senkt zum einen die Gefahr aufgrund einer Unterbewertung des Unternehmens selbst Ziel einer feindlichen Übernahme zu werden und bietet zum anderen, im Rahmen einer aktienfinanzierten Übernahme, die Chance einer günstigen Kaufpreisfinanzierung (Finanzierung durch Eintausch eigener Aktien statt Barzahlung).¹²⁸

Um diese Ziele zu erreichen, richtet die IR ihre Maßnahmen auf einen ausgewählten Adressatenkreis, die sog. Financial Community, aus (vgl. Abb. 9).

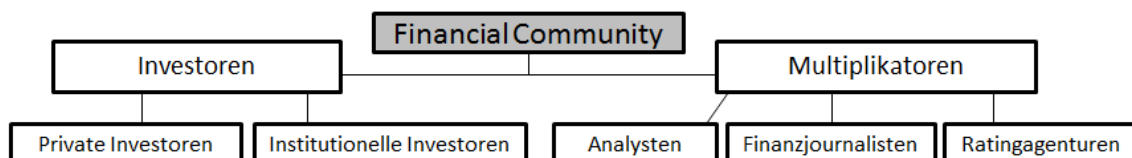


Abb. 9: Adressaten der IR-Kommunikation¹²⁹

¹²⁵ Eigene Darstellung nach: Täubert (1998, p. 42); Ruf (2014, p. 58); Kirchhoff (2009, pp. 38–41)

¹²⁶ Kirchhoff (2009, p. 36)

¹²⁷ Bartscherer (2004, pp. 130ff); Kirchhoff (2009, p. 36)

¹²⁸ Ruf (2014, pp. 62–63); Kirchhoff (2009, p. 39)

¹²⁹ Eigene Darstellung nach: Kirchhoff (2009, pp. 47ff); Laier (2011, p. 167)

Anleger, die sowohl Käufer von Eigenkapital- als auch Fremdkapitaltiteln sind, unterteilen sich in private und institutionelle Investoren. Private Investoren, die auch als Kleinanleger bezeichnet werden, sind natürliche Personen, die i.d.R. nicht über ein fundiertes Finanzwissen verfügen, ein weniger starkes Informationsbedürfnis aufweisen und nur geringere Summen für eigene Spar- oder Spekulationsziele anlegen.¹³⁰ Als institutionelle Investoren bezeichnet man Anlagegesellschaften wie Investmentgesellschaften, Pensionsfonds, Hedgefonds, Stiftungen sowie Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen und Körperschaften des öffentlichen Rechts (Bund, Länder oder Gemeinden).¹³¹ Sie sind i.d.R. juristische Personen, die fremde Mittel in hohen Volumina anlegen, ein verstärktes Informationsbedürfnis aufweisen und primär die Ziele der Kapitalgeber verfolgen.¹³² Multiplikatoren haben in den meisten Fällen umfangreiche Sachkenntnisse und liefern weniger informierten Anlegern fundierte Auswertungen der Unternehmensveröffentlichungen.¹³³ Sie verfügen über kein eigenes Kapital, sondern beeinflussen den Aktienkurs nur indirekt durch ihre Funktion als Meinungsbildner, die durch Verstärkereffekte die Anlageentscheidungen der Investoren determinieren.¹³⁴ Für diese Arbeit sind jedoch nur die potenziellen und die derzeitigen Investoren von Interesse, die ihre Gelder in Eigenkapitaltitel des Unternehmens investieren (Aktionäre/Shareholder), da nur sie mit ihren Kauf-, Verkaufs- oder Halteentscheidungen direkten Einfluss auf den Aktienkurs ausüben.¹³⁵ Ob und wie Multiplikatoren den Entscheidungsprozess der Investoren möglicherweise beeinflusst haben, ist nicht Fragestellung dieser Arbeit. Betrachtet werden hingegen die Reaktionen der Investoren auf Meldungen, die im Rahmen der IR-Arbeit und unter Berücksichtigung ihrer Zielsetzungen veröffentlicht werden.

¹³⁰ Laier (2011, p. 163); Kames (2000, p. 17)

¹³¹ Laier (2011, p. 163)

¹³² Kames (2000, p. 17)

¹³³ Kirchhoff (2009, p. 51)

¹³⁴ Ramaj (2010, p. 11); Nix (2000, p. 35)

¹³⁵ Ramaj (2010, p. 11)

2.4.3 Instrumente und Handlungsmöglichkeiten

Informationen führen zu einem Wissenszuwachs beim Empfänger, der diesen nach eigener Interpretation nutzen kann, um Unwissenheit zu reduzieren.¹³⁶ IR-Abteilungen können dabei den Investoren vergangenheitsorientierte (stichtagsbezogen, z.B. Jahresabschlüsse) oder zukunftsbezogene (z.B. Gewinnprognosen), quantitative oder qualitative (z.B. Strategien, Ziele, Risiken) Informationen auf persönlichem oder unpersönlichem Wege bereitstellen.¹³⁷ Um den Investoren solche Informationen zur Verfügung stellen zu können, nutzt die IR ein breites Instrumentarium an Maßnahmen, die u.a. der folgenden Abbildung entnommen werden können (vgl. auch Anhang 1 und 2).

Pflichtpublizität/-maßnahmen			Freiwillige Publizität/Maßnahmen	
Ad-Hoc Publizität	Regelpublizität/-maßnahmen		Roadshows	IR/Aktionärstag
Ad-Hoc Meldungen	Hauptversammlung	Analystenkonferenz	Pressekonferenz	E-Mail, Telefonkontakt
unpersönliche	Geschäftsberichte	Zwischenberichte	Pressemitteilungen	Präsentationen
persönliche	Emissionsprospekte	Finanzkalender	Factsheets	Internet

Abb. 10: Ausgewählte Instrumente der IR-Kommunikation¹³⁸

Große börsennotierte Kapitalgesellschaften, die infolge eben ihrer Börsennotierung und ihrer hohen Publizitätsgüte ausschließlich Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit sind, haben aufgrund des Anlegerschutzgedankens die gesetzliche Pflicht, bestimmte Informationen offen zu legen.¹³⁹ Gesetzliche Publizitätspflichten in Deutschland werden in die Ad-Hoc-Publizität und die Regelpublizität unterteilt und ergeben sich u.a. aus dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), dem Handelsgesetzbuch (HGB), dem Aktiengesetz (AktG), dem Börsengesetzbuch (BörsG), der Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV) sowie Bestimmungen der jeweiligen Wertpapierbörsen.¹⁴⁰ Im Rahmen der Ad-Hoc-Publizität müssen Unternehmen neue kursrelevante Ereignisse, die in ihrem Tätigkeitsbereich liegen, nicht öffentlich bekannt sind und den Börsenpreis erheblich beeinflussen können, unverzüglich anzeigen.¹⁴¹ Welche Nachrichten darunter fallen,

¹³⁶ Badenoch, Reid, Burton, Gibb, and Oppenheim (1994, pp. 15f)

¹³⁷ Lev (1992, p. 10); Ramaj (2010, p. 20)

¹³⁸ Eigene Darstellung nach: Weber (2009, p. 394); Ramaj (2010, p. 21); Theis (2014, p. 71); Wichels (2002, p. 22). Für weitere Instrumente siehe Anhang 1.

¹³⁹ Kirchhoff (2009, p. 53)

¹⁴⁰ Schwarzer (2003, p. 4)

¹⁴¹ Schwarzer (2003, p. 5)

ist gesetzlich nicht genau definiert, jedoch nennt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in ihrem Emittentenleitfaden u.a. folgende Beispiele: die Veräußerung oder Aufnahme von Kerngeschäftsfeldern (M&A), wesentliche Änderungen von Ergebnisprognosen, wesentliche Haftungs- oder Umweltschadensfälle sowie den Wechsel von Organmitgliedern.¹⁴² Im Zusammenhang mit der Regelpublizität müssen Unternehmen turnusgemäß bestimmte Informationen, wie etwa ihren Jahresabschluss inklusive Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung usw. veröffentlichen.¹⁴³ Zudem bestehen zusätzliche Informationsbedürfnisse, z.B. seitens der Investoren, die das Unternehmen jedoch nicht befriedigen muss, es aber freiwillig tut.¹⁴⁴ Die Pflichtpublizität deckt also nur informationelle Mindestanforderungen und sollte durch eine transparente freiwillige Publizität ergänzt werden.¹⁴⁵ Gerade um eine faire Unternehmensbewertung vornehmen zu können, ist der Kapitalmarkt auf einen kontinuierlichen, möglichst vollständigen und transparenten Informationsfluss angewiesen, der über die gesetzlichen Vorschriften hinausgeht.¹⁴⁶ Trotz aller Transparenz und Offenheit dürfen zentrale Betriebsgeheimnisse natürlich nicht preisgegeben werden.¹⁴⁷ Wichtige Kommunikationsanlässe sind vor allem Börsengänge, Kapitalherabsetzungen und -erhöhungen, M&A-Aktivitäten und Unternehmenskrisen.¹⁴⁸ Gerade im Zusammenhang mit der freiwilligen Offenlegung von Informationen haben IR-Abteilungen gewisse Handlungsmöglichkeiten (vgl. Tab. 6).

Handlung	Erklärung
Timing der Meldung steuern	Meldungen früher oder später veröffentlichen
Kombination von Meldungen	positive und negative Nachrichten vermischen oder zeitgleich veröffentlichen
Meldungen unterlassen	negative Meldungen unterlassen; positive Meldungen „aufsparen“; neutrale Meldungen als unwesentlich erachten
rhetorische/sprachliche Gestaltung	Meldungen überziehen/übertreiben, abfedern/verharmlosen; Inhalte „verschleiern“
Form der Meldung/Information	Gliederung des Inhaltes; Hervorhebungen; Wiederholungen

Tab. 6: Potenzielle Steuerungsmöglichkeiten der Informationsoffenlegung

¹⁴² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2013, pp. 45ff)

¹⁴³ Schwarzer (2003, p. 4)

¹⁴⁴ Schwarzer (2003, p. 5)

¹⁴⁵ Ruf (2014, pp. 75–77); Nix (2009, p. 336)

¹⁴⁶ Achleitner et al. (2008, p. 263)

¹⁴⁷ Achleitner et al. (2008, p. 263)

¹⁴⁸ Schnorrenberg (2008, pp. 54–74)

Demnach kann das Management entscheiden, ob, wann, wieviel und was berichtet werden soll und wie präzise diese Informationen sind.¹⁴⁹ Die Autoren Teoh und Hwang zeigen, dass es verschiedene Gründe gibt, Informationen zurückzuhalten und somit strategisches Timing zu betreiben.¹⁵⁰ Healy, Palepu und Morich gehen sogar auf ein differenziertes Publizitätsverhalten im Falle positiver Wertlücken ein, das weniger Informationen offen legen sollte, um negative Transparenzeffekte in Form einer geringeren Aktienbewertung zu vermeiden.¹⁵¹ Auch die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management berichtet in einem Negativbeispiel, wie deutsche Medikamentenentwickler negative klinische Studien positiver und „wichtig klingend“ darstellen und Anleger die Meldungen aufgrund der Komplexität nicht richtig beurteilen können.¹⁵² Ob diese Steuerungsmöglichkeiten ausgenutzt werden und inwieweit sie dem Unternehmen nutzen bzw. den Investoren schaden, bleibt an dieser Stelle unbeantwortet. Die Möglichkeit ihrer Anwendung besteht jedoch.

2.4.4 Anforderungen und Grundsätze effektiver Finanzkommunikation

In Praxis und Literatur werden umfangreiche Anforderungen und Grundsätze beschrieben, die im Rahmen des Value Reporting, der Kapitalmarktkommunikation sowie der Investor Relations berücksichtigt werden müssen, damit der entsprechende Einsatz der Instrumentarien wirksam sein kann.¹⁵³ So, wie sich die angeführten Teilbereiche der Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt definitorisch ähneln bzw. wie sie Schnittmengen aufweisen, überschneiden sich auch die formulierten Grundsätze und Anforderungen.¹⁵⁴ Aus einer praktischen Perspektive heraus formuliert der Berufsverband DIRK (Deutscher Investor Relations Verband e. V.) folgende Berufsgrundsätze:

¹⁴⁹ Ramaj (2010, p. 16)

¹⁵⁰ Teoh and Hwang (1991, pp. 285f)

¹⁵¹ Healy and Palepu (2001); Morich (2007, p. 86)

¹⁵² Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, p. 11)

¹⁵³ Theis (2014, p. 82)

¹⁵⁴ Theis (2014, p. 82)

Sachlichkeit, Glaubwürdigkeit, Zeitnähe: Um das Vertrauen des Kapitalmarkts zu bewahren und zu stärken, müssen alle Informationen sachlich richtig, verlässlich, fair, offen und zeitnah erfolgen.
Wesentlichkeit und Vollständigkeit: Es sind ausschließlich mit der Geschäftstätigkeit oder dem Geschäftserfolg eines Unternehmens in Zusammenhang stehende Informationen zu veröffentlichen.
Kontinuität, Stetigkeit, Vergleichbarkeit: Die Information des Kapitalmarkts soll kontinuierlich, unabhängig von der aktuellen Geschäftslage, erfolgen und dabei in besonderem Maße den Grundsatz der Wesentlichkeit beachten. Inhaltliche Stetigkeit in Form und Umfang des Informationsflusses soll erreicht werden.
Zukunftsorientierung: Von besonderem Interesse für den Kapitalmarkt sind Aussagen, die Schlüsse über den zukünftigen Geschäftserfolg ermöglichen.
Gleichbehandlung: Alle Teilnehmer des Kapitalmarkts werden zeitlich und inhaltlich gleich behandelt. Diese Gleichbehandlung ist aus insiderrechtlichen Regeln geboten und darüber hinaus die Voraussetzung zur Schaffung von Vertrauen im Kapitalmarkt.
Keine Weitergabe oder Ausnutzung von Insiderinformationen: IR-Beauftragte sind Insider. Insiderinformationen dürfen nicht weitergegeben oder genutzt werden.

Tab. 7: Berufsgrundsätze des Deutschen Investor Relations Verbandes¹⁵⁵

Daneben existieren die Grundsätze der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), die als Interessensvertreter von Analysten und Investoren glaubwürdige Kommunikation als das oberste Ziel der IR ansehen.¹⁵⁶ Die DVFA-Grundsätze haben sich inzwischen als Industriestandard für zielgruppengerechte Finanzkommunikation etabliert (vgl. Abb. 11).¹⁵⁷

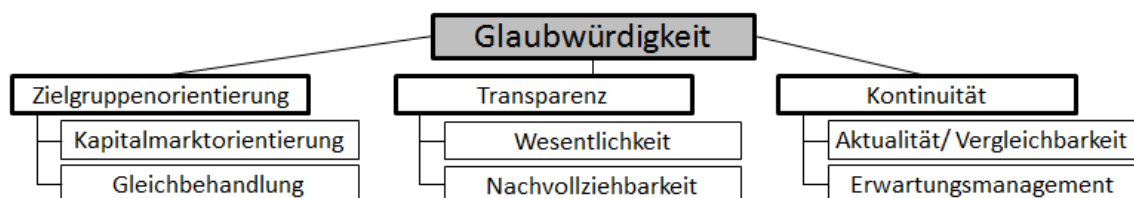


Abb. 11: DVFA-Grundsätze für effektive Finanzkommunikation¹⁵⁸

Glaubwürdigkeit fungiert wie ein Vorschuss auf zukünftig zu erbringende Leistungen in Form von Vertrauen und entsteht aus Erfahrungen, die Kapitalmarktteilnehmer mit dem Unternehmen gesammelt haben. Im Rahmen der Zielgruppenorientierung kommunizieren kompetente Ansprechpartner im IR-Bereich verbindlich und zeitnah. Es existieren enge Abstimmungen und einheitliche Sprachregelungen zwischen Management, IR und PR. Nachrichten, auch negative, werden vom Unternehmen unabhängig von der aktuellen Unternehmenssituation proaktiv an alle Kapitalmarktteilnehmer kommuniziert. „Schlechte“ Un-

¹⁵⁵ Gekürzte Darstellung nach: Deutscher Investor Relations Verband e.V. (pp. 1–2)

¹⁵⁶ Ramaj (2010, pp. 1–2)

¹⁵⁷ Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, p. 1)

¹⁵⁸ Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, p. 4)

ternehmen legen gute Nachrichten offen und halten schlechte Nachrichten zurück.¹⁵⁹ Unternehmensmeldungen sind wesentlich, nachvollziehbar und verständlich sowie gut strukturiert, übersichtlich und inhaltlich nach priorisierter Form dargestellt, wobei die wichtigsten Informationen an hervorgehobener Stelle präsentiert werden. Die Wesentlichkeit soll auch eine Informationsüberflutung verhindern. Risiken werden konkret und ausführlich beschrieben und auf Floskeln und abstrakte Beschreibungen wird verzichtet. Zusammenhängend mit der Kontinuität sind Informationen stets aktuell und werden der Entwicklung fortlaufend angepasst. Die Internetseite enthält ein vollständiges Angebot aller historischen und tagesaktuellen Daten und Berichte. Unternehmensberichte weisen einen lückenlosen Zusammenhang auf, da abrupte oder sprunghafte Veränderungen vermieden werden. Ein intelligentes Erwartungsmanagement zielt darauf ab, der Financial Community so viel Orientierung wie rechtlich möglich zu geben, ohne jedoch Betriebsgeheimnisse offen zu legen. Das Unternehmen setzt sich quantitative, längerfristige Ziele und kommuniziert realistisch-konservative Prognosen, wobei auch auf Aussagen der Vorjahre eingegangen wird. Nicht quantitative Informationen wie z.B. Produktmeldungen, nicht aufgehende Pläne und Projekte sowie Markt- bzw. Preisentwicklungen sind ebenfalls zu kommunizieren.¹⁶⁰ Weitere, nicht-finanzielle Informationen, die für Investoren eine wachsende Bedeutung haben, sind zudem Pressemitteilungen, Marktpositionen, Unternehmensstrategien und Produktentwicklungen (vgl. Anhang 3).¹⁶¹ Außerdem nehmen weiche Faktoren wie z.B. die Unternehmensvision, soziales und gesellschaftliches Engagement und Nachhaltigkeitsaspekte (sog. ESG-Kriterien: Environment, Social und Governance) eine immer größere Rolle ein.¹⁶²

Hillmann geht im Zusammenhang mit Anforderungen an Pressemitteilungen, die für diese Arbeit besonders interessant sind, auf die Unternehmenskommunikation ein. Demnach sollten sich Meldungen auf ein einziges aktuelles Thema konzentrieren und das Wichtigste der Mitteilung muss direkt in den ersten Zeilen enthalten sein sowie nach dem Prinzip der W-Fragen (wer, was, wann, wie, wo und warum) erläutert werden, da der Informationsgehalt im weiteren Verlauf

¹⁵⁹ Ramaj (2010, p. 71)

¹⁶⁰ Der gesamte vorgehende Absatz bezieht sich, sofern keine anderen Quellen genannt wurden, auf: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, pp. 4–20)

¹⁶¹ Achleitner et al. (2008, p. 265); Wallmeier (2009, p. 214)

¹⁶² Hillmann (2011, p. 51); Deutscher Investor Relations Verband e.V. (2014)

der Pressemitteilung abnimmt.¹⁶³ Auf unverständliche Wortwahl („kein Fachchinesisch“), Füllwörter, einen passiven Stil, zu lange und verschachtelte Sätze, beschönigende Selbstdarstellungen durch den Einsatz von Adjektiven und Superlativen sowie Mutmaßungen, Fehlinformationen und eine übertriebene Anzahl von Produkt- und Namensnennungen sollte verzichtet werden.¹⁶⁴ Gerade nach M&A-Transaktionen ist eine IR-Kommunikation essentiell,¹⁶⁵ die die aufgezeigten Anforderungen und Grundsätze beachtet, damit der Kapitalmarkt eine faire Beurteilung des Unternehmenswertes sicherstellen kann. Die IR stellt dafür den Kapitalmarktteilnehmern alle Informationen, die den Aktienkurs beeinflussen können, in einer vollständigen, konsistenten und fairen Weise zur Verfügung.¹⁶⁶

2.5 Kommunikationswirkung und -messung

In diesem Kapitel soll zusammengefasst dargestellt werden, wie IR-Kommunikation und ihre Wirkung näherungsweise gemessen werden können. Dazu erfolgt eine kurze Vorstellung der in der Literatur einschlägigen qualitativen und quantitativen Ansätze.

Eine bis heute weitgehend ungeklärte Frage ist, wie Kommunikation und damit auch der Erfolg der IR-Arbeit, gemessen werden kann.¹⁶⁷ Zu viele und zum Teil noch nicht identifizierte Einflussfaktoren und Erfolgsmaße verhindern bislang eine eindeutige Zuordnung von Ursache und Wirkung.¹⁶⁸ Auch die Langfristigkeit und somit die zeitliche Abgrenzung der Kommunikationseffekte stellt ein Messproblem dar.¹⁶⁹ Nach Besson ist die Kausalität im Falle der Kommunikationsmessung nicht direkt ermittelbar, sondern muss durch ein entsprechendes Untersuchungsdesign unter Einbezug von Plausibilitätsannahmen und „ceteris paribus“-Bedingungen erschlossen werden.¹⁷⁰ Naundorf ergänzt zudem, dass, wenn Wirkungen nachgewiesen werden sollen, nicht nur Veränderungen zu

¹⁶³ Hillmann (2011, p. 41)

¹⁶⁴ Hillmann (2011, p. 41)

¹⁶⁵ Kahlenberg (2009, p. 497); Jansen (2005, p. 541)

¹⁶⁶ Laier (2011, p. 159); Eder (2002, p. 22)

¹⁶⁷ Achleitner et al. (2008, p. 282)

¹⁶⁸ Achleitner et al. (2008, p. 282)

¹⁶⁹ Mast (2013, p. 142)

¹⁷⁰ Besson (2008, pp. 71–72); Bürker (2013, p. 276)

messen und zu bewerten sind, sondern diese auch noch in einen Wirkungszusammenhang mit den eigenen Aktivitäten gestellt werden müssen.¹⁷¹

Auf Grundlage eines angepassten, aus der Nachbardisziplin PR stammenden Schemas, kann eine Erfolgsmessung der IR-Aktivität auf verschiedenen Ebenen, von der reinen Kommunikationsleistung über die Wirkung bis zum Werteinfluss, ansetzen (vgl. Abb. 12).¹⁷²

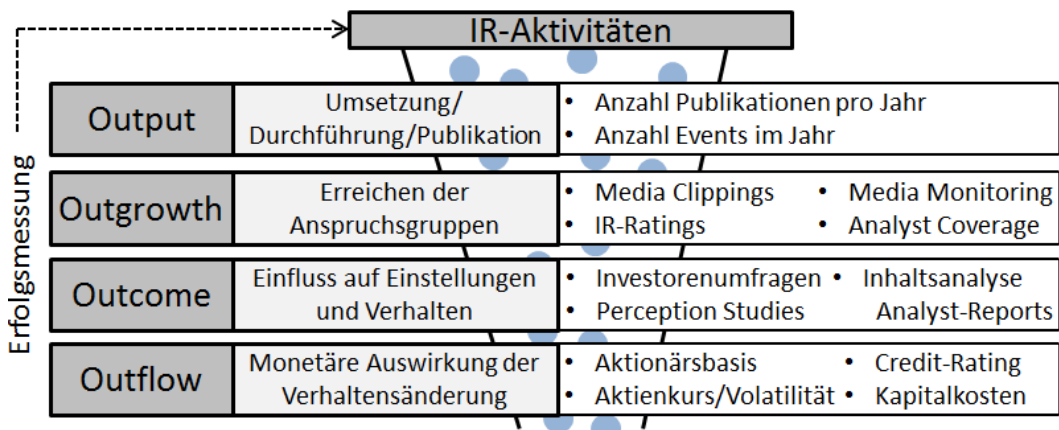


Abb. 12: Ebenen der IR-Erfolgsmessung mit Beispielen¹⁷³

Die Output-Ebene stellt die reine Produktionsleistung der IR-Arbeit, in Form von Veröffentlichungs- und Maßnahmenanzahlen, dar.¹⁷⁴ Auf Outgrowth-Ebene wird die quantitative und qualitative Messung der Wahrnehmungen bei den anvisierten Adressaten ermittelt.¹⁷⁵ Dies umfasst die Frage, ob die Kommunikationsleistung im Sinne einer erfolgreichen Informationsübermittlung überhaupt wahrgenommen und verstanden wurde.¹⁷⁶ Die Wirkung und Beeinflussung von Einstellungen, Meinungen, Präferenzen und Verhalten der Adressaten wird auf der Outcome-Ebene untersucht.¹⁷⁷ Schließlich betrachtet die Outflow-Ebene, ob die Veränderung von Einstellungen und konkretem Verhalten der IR-Adressaten eine betriebswirtschaftlich messbare Steigerung des Unternehmenswertes verursacht.¹⁷⁸

¹⁷¹ Naundorf (2001, pp. 5–6); Bürker (2013, p. 276)

¹⁷² Porak and Fieseler (2009, pp. 222–223)

¹⁷³ Eigene Darstellung nach: Porak and Fieseler (2009, pp. 223–224)

¹⁷⁴ Mast (2013, p. 147)

¹⁷⁵ Porak and Fieseler (2009, p. 223)

¹⁷⁶ Porak and Fieseler (2009, p. 223)

¹⁷⁷ Zerfaß (2010, p. 415)

¹⁷⁸ Mast (2013, p. 147)

2.5.1 Qualitative Ansätze

Eine Auswahl der bedeutendsten qualitativen Ansätze zur Messung der IR-Leistung sowie eine kurze Beschreibung können der folgenden Tabelle 8. entnommen werden.

Ansatz	Kurzbeschreibung
Feedback von Analysten und Investoren	durch Befragung (persönlich/Fragebogen) von Analysten und Investoren können Rückschlüsse auf die Qualität der IR gezogen werden; Nachteile: Repräsentativität der Aussagen; Wahl des Zeitpunkts der Befragung
Analyst Coverage	Indiz für die Qualität der IR; Analysten werden diejenigen Unternehmen lieber abdecken, welche ihnen wenig Aufwand bei der Recherche verursachen und vergleichbar gute Informationen liefern
Inhaltsanalyse von Research-Reports	durch Vergleich von Research-Reports verschiedener Analysten lassen sich Abweichungen feststellen; treten bei einem Unternehmen starke Abweichungen auf, kann unter anderem auf Fehler in der Kommunikation geschlossen werden
Perception Studies	wichtiges Feedback-Instrument, das aus der Verhaltens- und Verkaufspsychologie stammt; Befragungen von Adressaten erheben, ob kommunizierte Botschaften richtig angekommen sind
Medienmonitoring & Medienresonanzanalyse	was und wie wird in den Medien über das Unternehmen berichtet: Medienmonitoring (Clippings): Häufigkeit der Berichterstattung erfassen; Medienresonanzanalyse: Berichterstattung inhaltlich auf Korrektheit und Interpretation analysieren (negative/positive Kernaussagen, regionale/zeitliche Medienpräsenz, Identifikation wichtiger Meinungsträger, Selbstbild/Fremdbild); Feststellung, inwieweit ursprüngliche Aussagen transformiert wurden
Nutzung der IR-Webseiten	Resonanz durch Zugriffsstatistiken (Page Impressions, Sessions, Hits usw.) messen; Nachteile: keine Differenzierung nach Zielgruppen, keine Qualitätsbeurteilung
Anzahl Teilnehmer an IR-Maßnahmen	Anzahl teilnehmender Analysten, Investoren und Medienvertreter an Anlässen wie Präsentationen, Konferenzen usw. spiegelt das Interesse am Unternehmen wider
IR-Ratings	bspw. Reuters und die DVFA veröffentlichen jährlich IR-Rankings, welche die Meinungen von Analysten, Fondsmanagern und Privatanlegern zu Kriterien wie Zeitnähe, Glaubwürdigkeit, Transparenz und Qualität widerspiegeln

Tab. 8: Auswahl qualitativer Ansätze zur IR-Kommunikationsmessung¹⁷⁹

Der Erfolg der IR wird häufig anhand qualitativer Methoden beurteilt, da diese leichter umzusetzen sind und entgegen der quantitativen Methoden keine Ursache-Wirkungsproblematik aufweisen. Auffallend an der Übersicht ist, dass einzelne Ansätze und Elemente der qualitativen Inhaltsanalyse zu erkennen sind. Diese wird in einem differenzierten Anwendungskontext später wieder aufgegriffen, um Handlungsanreize von IR-Meldungen auf Investoren zu beurteilen.

¹⁷⁹ Eigene Darstellung nach: Achleitner et al. (2008, pp. 283–284); Porak and Fieseler (2009, pp. 227–228); Mast (2013, p. 152)

2.5.2 Quantitative Ansätze

In der Praxis haben sich verschiedene quantitative Methoden der IR-Kommunikationsmessung etabliert, die vornehmlich der Outflow-Ebene zugeordnet werden können (vgl. Tab. 9). Die Veränderungen der Zielgrößen können zwar relativ einfach ermittelt werden, jedoch ist hier die Bestimmung der direkten Kausalität besonders schwierig.¹⁸¹ Viele zusätzliche Faktoren können die Zielgrößen beeinflussen. Deswegen werden diese Größen häufig nur als Indikatoren oder KPIs (sog. Key Performance Indicators) bezeichnet.¹⁸²

Ansatz	Kurzbeschreibung
Aktienkurs	IR-Maßnahmen beeinflussen indirekt den Aktienkurs von Unternehmen, indem die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Finanzgemeinde abgebaut wird; erhöhte Transparenz führt zu höherem Vertrauen, der Risikoabschlag fällt geringer aus; aufgrund der Verfügbarkeit, ist die Aktienkursentwicklung eine einfach anzuwendende Beurteilungsgröße; wird i.d.R. im Verhältnis zur Peer Group oder zu einem führenden Index betrachtet (Performancevergleich)
Volatilität	die Volatilität einer Aktie misst die Schwankung des Einzeltitels um seinen Durchschnitt; ein kontinuierliches Erwartungsmanagement (Guidance) soll die Volatilität der Einzelaktie gering halten
Aktionärsstruktur	Ermittlung der Aktionärsstruktur gibt Aufschluss über Verhältnis von institutionellen Investoren, Privatanlegern, ausländischen Investoren usw.; breite Streuung ist Voraussetzung für eine geringe Volatilität; durch Vergleich der periodisch erhobenen Aktionärsstruktur kann nachvollzogen werden, wie sich IR-Maßnahmen auf einzelne Zielgruppen auswirken; Aktionärsstruktur kann durch gezielte Ansprachen beeinflusst werden
Kapitalkosten	geringe Volatilität bewirkt, dass die Kapitalkosten sinken; hat ein Unternehmen geringe Kapitalkosten, werden zukünftige Cashflows in der Unternehmensbewertung geringer abgezinst, wodurch der Shareholder Value steigt

Tab. 9: Auswahl quantitativer Ansätze zur IR-Kommunikationsmessung¹⁸³

Die dargestellten Ansätze basieren auf dem Paradigma, dass IR-Kommunikation Informationsasymmetrien reduziert und dadurch Risikoabschläge und Schwankungen der Aktie geringer ausfallen, woraufhin die Kapitalkosten eines Unternehmens sinken und eine höhere Unternehmensbewertung nach sich ziehen (vgl. Anhang 4).¹⁸⁴ Da die genannten Indikatoren auch in der Praxis zur Messung von IR-Kommunikation genutzt werden, sollen zwei von ihnen, der Aktienkurs und die Volatilität, für eine spätere Messung der Reaktionen auf IR-Meldungen herangezogen werden. Begründet wird die Auswahl dadurch, dass Informationen für beide Indikatoren auf den Tag genau vorliegen bzw. ermittelt

¹⁸¹ Achleitner et al. (2008, p. 283)

¹⁸² Pfannenberger and Frank (2007, p. 7)

¹⁸³ Eigene Darstellung nach: Achleitner et al. (2008, p. 283); Porak and Fieseler (2009, p. 227)

¹⁸⁴ Laier (2011, p. 159); Gamper et al. (2006, p. 643); Kirchhoff (2009, p. 38) Der aufgezeigte Mechanismus ist neben weiteren Einflussfaktoren im Anhang 4 abgebildet

werden können. Daher können später einzelne Handelstage hinsichtlich der Veränderung der Indikatoren untersucht werden. Veränderungen der Aktionärsstruktur und Kapitalkosten können hingegen nicht auf Tagesbasis ermittelt werden resp. sind nicht detailliert genug.

3 Methodik und Aufbau des Ansatzes

In diesem Kapitel wird auf die methodische Konstruktion des Ansatzes sowie den späteren Anwendungsablauf eingegangen. Die Methodik bedient sich dabei verschiedener Elemente aus Inhaltsanalyse, Presseanalyse, Finanzmathematik und Ereignisstudie.

Der Titel dieser Arbeit „M&A und das Synergieversprechen. Wen interessiert´s?“ impliziert das Thema Kommunikation. Diese Kommunikation ist im Folgenden der Ausgangspunkt, um eine Reaktion und somit ein Interesse der Kommunikationsempfänger auf bestimmte Meldungen ermitteln zu können.

3.1 Untersuchungsgrundlage

Untersuchungsgrundlage dieser Arbeit ist die Kommunikation, die von der IR ausgeht und die Investoren bzw. potenziellen Investoren eines Unternehmens anspricht (vgl. Eingrenzung in Kapitel 2.4.2). Untersucht werden können mit dem im Folgenden entwickelten Ansatz jedoch nicht alle Unternehmen, die im Sinne der IR Unternehmensmeldungen veröffentlichen. Zwingende Voraussetzung für die Anwendung dieses Ansatzes ist eine Börsennotierung, die einen frei zugänglichen Aktienkursverlauf sicherstellt sowie eine abgeschlossene M&A-Transaktion, die so viele Jahre zurückliegt, dass versprochene Synergien hätten realisiert werden können. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die M&A-Transaktion einen wesentlichen Einfluss auf den Geschäftsverlauf aufweist, da i.d.R. nur solche Transaktionen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt haben¹⁸⁵ und zu einem quantitativen Synergieversprechen führen. Die Aktie des zu untersuchenden Unternehmens muss liquide sein, also dementsprechend täglich gehandelt werden, damit aktuelle Ereignisse in den Kursen überhaupt dokumentiert werden können. Zudem müssen sämtliche Daten, wie Aktienkur-

¹⁸⁵ Vogel (2002, p. 282)

se, IR-Meldungen und Unternehmensereignisse über den gesamten Untersuchungszeitraum lückenlos vorliegen und für die Öffentlichkeit zugänglich sein. Vorteilhaft wäre es zudem, Unternehmen zu betrachten, die einen relativ stabilen Aktienkurs aufweisen und nicht übermäßig anfällig für Marktentwicklungen oder weitere externe Einflüsse sind. Beispielsweise wäre die Commerzbank in Zeiten der Finanzkrise ein ungünstiges Untersuchungsobjekt, da gerade negative Meldungen zu unverhältnismäßigen Aktienkursreaktionen führen könnten.

3.1.1 Unternehmensereignisse und IR-Kommunikation

Analog zum Ablauf einer Ereignisstudie muss zunächst definiert werden, welches Ereignis, das zu einer Aktienkursreaktion führt, überhaupt untersucht werden soll.¹⁸⁶ In diesem Fall handelt es sich um Meldungen der IR, die originär und aktiv vom Unternehmen veröffentlicht wurden. Dazu zählen u.a. Ad-Hoc-Meldungen, Quartals- und Geschäftsberichte und tagesaktuelle IR-Meldungen bzw. Pressemitteilungen (vgl. Abb. 13). Da das Unternehmen und seine Geschäftstätigkeit der Ursprung der Informationen sind, die durch die IR an die Investoren gelangen,¹⁸⁷ wird im Folgenden von primären bzw. originären Meldungen gesprochen. Frei nach dem Gedanken „man kann nicht nicht kommunizieren“¹⁸⁸ muss jedoch auch Kommunikation berücksichtigt werden, die nicht proaktiv, sondern z.B. in Form von Unternehmensereignissen, wie etwa Ratingänderungen, erfolgt. Auch solche „non-verbale Kommunikation“ kann die Investoren und dadurch den Aktienkurs beeinflussen. Obwohl die Aktivitätsmessung solcher Unternehmensereignisse nicht Ziel dieser Arbeit ist, müssen sie zumindest als Störvariablen betrachtet werden, da sie Messungen von primären Meldungen verfälschen können, sobald beide auf einen Ereignistag fallen.

Alle im Untersuchungszeitraum anfallenden primären Meldungen sowie Unternehmensereignisse müssen zunächst nach Erscheinungsdatum sortiert in einer Auflistung erfasst werden, die in dieser Arbeit als Grundgesamtheit (GG) bezeichnet werden soll (vgl. Abb. 13).

¹⁸⁶ Schwarzer (2003, p. 23); MacKinlay (1997, pp. 14ff)

¹⁸⁷ Scheufele and Haas (2008, p. 287)

¹⁸⁸ Watzlawick, Beavin, and Jackson (1969, p. 53)

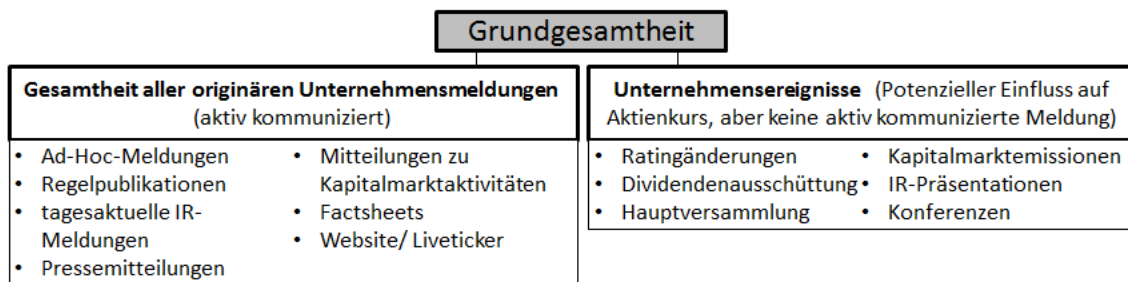


Abb. 13: Beispiele für die Zusammensetzung der Grundgesamtheit der Unternehmensmeldungen

Bei der Erstellung der Grundgesamtheit wird entsprechend den Anforderungen an eine effiziente Finanzkommunikation (Kapitel 2.4.4) die Annahme getroffen, dass die IR-Kommunikation alle für die Investoren bewertungsrelevanten Informationen zeitgerecht und vollständig öffentlich zur Verfügung stellt. Die GG müsste demnach alle wesentlichen positiven sowie negativen Meldungen und Ereignisse enthalten, die seitens des Unternehmens bewertungsrelevant im Sinne des Kapitalmarktes sind. Auf externe, also nicht vom Unternehmen stammende, bewertungsrelevante Informationen, wie z.B. Markt- und Brancheninformationen, Meldungen von sekundären Quellen usw., wird im Kapitel 3.1.3 eingegangen.

3.1.2 Gruppierung und Anpassung der Grundgesamtheit

Nachdem die Grundgesamtheit mit allen vom Unternehmen ausgehenden IR-Meldungen und Ereignissen angereichert wurde, muss sie klassifiziert und angepasst werden. Dazu müssen zunächst alle Elemente der GG verschiedenen Gruppen zugeordnet werden. Dieses Vorgehen folgt der Methodik der Kategorisierung der quantitativen¹⁸⁹ bzw. qualitativen Inhaltsanalyse¹⁹⁰. Da der Begriff der Kategorisierung für eine spätere und vertiefte Analyse der IR-Meldungen vorgesehen ist, wird folgendes Vorgehen als Gruppierung bezeichnet: Gruppen (ursprünglich Kategorien) lassen sich u.a. in fakten-, formal-, evaluativ- und inhaltlich-orientierte Arten unterscheiden.¹⁹¹ Letztere, für diese Arbeit relevante, beschreiben Gruppen aufgrund eines bestimmten und gleichartigen Inhaltes, beispielsweise hinsichtlich eines Themas, eines Argumentes oder eines Ak-

¹⁸⁹ Deutschsprachige Grundlagenliteratur ist vor allem: Früh (2011); Merten (1995)

¹⁹⁰ Deutschsprachige Grundlagenliteratur ist vor allem: Mayring (2010)

¹⁹¹ Kuckartz (2014, pp. 43–44)

teurs.¹⁹² Die Bildung der Gruppen kann auf drei verschiedenen Wegen erfolgen. Zum einen können sie auf Grundlage bereits vorhandener Forschungsergebnisse oder Hypothesen vor der Sichtung des Materials theoriegeleitet gebildet (deduktives Vorgehen) oder erst beim Durchgehen des Materials erschlossen werden (induktives Vorgehen).¹⁹³ Als dritte Möglichkeit lassen sich die beiden Vorgehensweisen kombinieren, indem etwa Obergruppierungen oder für die weitere Analyse essentielle Gruppen deduktiv hergeleitet und weitere aus dem Material entwickelt werden (deduktiv-induktives Vorgehen).¹⁹⁴ Vorteilhaft ist daran, dass die Gruppen theoretisch und am Material präzisiert und differenziert werden und so ein „passendes“ Schema erstellt wird, dass auch unerwartete Gegebenheiten im Datenmaterial erfassen kann.¹⁹⁵

Ein Gruppierungssystem muss außerdem wissenschaftlichen Gütekriterien genügen.¹⁹⁶ Die Validität, also die Gültigkeit einer Untersuchung, überprüft, ob das Instrument auch wirklich das misst, was es messen soll.¹⁹⁷ Im Rahmen der Validität einer Gruppierung muss das System relevante Textbedeutungen auch tatsächlich erfassen.¹⁹⁸ Eine überproportionale Besetzung einer Gruppe bzw. der Restkategorie kann einen Hinweis auf unzureichende Validität, in Form der Undifferenziertheit, sein.¹⁹⁹ Durch Sicherstellung der Objektivität (interpersonaler Konsens) und Reliabilität (Zuverlässigkeit der Messung) sollten verschiedene Codierer²⁰⁰ auch zu unterschiedlichen Zeitpunkten zu größtenteils vergleichbaren Resultaten kommen.²⁰¹ In diesem Zusammenhang sind auch verfahrensspezifische Gütekriterien zu beachten. Nach Diekmann sollen die Gruppen erschöpfend, jede Textstelle bzw. Meldung ist einer inhaltsanalytischen Gruppe zuzuordnen, und disjunkt, jede Textstelle bzw. Meldung ist nur einer Gruppe überschneidungsfrei zuzuordnen, sein.²⁰² Die Einhaltung dieser Kriterien wird durch die Erstellung eines Codierbuches sichergestellt, welches das operatio-

¹⁹² Kuckartz (2014, pp. 43–44)

¹⁹³ Mayring (2005, p. 11)

¹⁹⁴ Brosius, Haas, and Koschel (2012, p. 158); Hussy, Schreier, and Echterhoff (2013, pp. 257–258)

¹⁹⁵ Hussy et al. (2013, p. 258); Kuckartz (2014, p. 69); Schmidt (2010)

¹⁹⁶ Häder (2010, p. 324)

¹⁹⁷ Früh (2011, p. 120)

¹⁹⁸ Hussy et al. (2013, p. 258)

¹⁹⁹ Hussy et al. (2013, p. 258)

²⁰⁰ Kuckartz (2014, p. 48): Personen, die Textstellen den Kategorien zuordnen

²⁰¹ Bortz and Döring (2006, pp. 326–327)

²⁰² Diekmann (2007, p. 589)

nalisierte inhaltsanalytische Verfahren abbildet.²⁰³ Es enthält alle Gruppenbezeichnungen und -definitionen, Kriterien zur Abgrenzung der Gruppen, eine Verdeutlichung durch ein möglichst typisches Textbeispiel und ggf. Entscheidungsregeln, falls Kategorien sich in ihren Bedeutungen überschneiden.²⁰⁴ Je klarer eine Gruppe definiert ist, desto einfacher lassen sich die Meldungen später zuordnen.

Die Elemente der GG werden sodann anhand des deduktiv-induktiven Vorgehens in entsprechende Gruppen eingeteilt. Eine mögliche Kategorisierung von IR-Meldungen hinsichtlich Personalmeldungen, Prognosen, Kapitalmaßnahmen usw. kann z.B. Täubert²⁰⁵ entnommen werden. Essenziell im Sinne dieser Arbeit ist selbstverständlich eine Gruppe, die Meldungen der IR bezüglich der zu untersuchenden M&A-Transaktion beinhaltet, da vorrangig diese auf ihre Reaktion am Aktienkurs untersucht werden. Im Zuge der Zuordnung der Gruppen werden Meldungen, die mehrere Themen ansprechen (so z.B. Geschäftsberichte) und daher inhaltlich differenzierte Handlungsanreize bei den Investoren auslösen können, als sog. Paketmeldungen markiert. Paketmeldungen sind dadurch charakterisiert, dass sie voneinander unabhängige Themen veröffentlichen, die auch in separierten Meldungen hätten erscheinen können. Sie verbleiben zwar in der GG, können jedoch aufgrund ihrer unklaren Ursache-Wirkung-Beziehung nicht hinsichtlich ihrer Aktienkursreaktion untersucht werden. So würde z.B. eine im Quartalsbericht kommunizierte stärkere Realisierung von Synergien tendenziell zu einem steigendem Aktienkurs führen. Ein ebenfalls kommunizierter Umsatzrückgang in einem Marktsegment könnte die positive Entwicklung jedoch teilweise oder sogar vollständig kompensieren. Auch zwei oder mehrere Einzelmeldungen, die am selben Tag von der IR veröffentlicht wurden, können aufgrund des Kausalitätsproblems keiner genauen Reaktion am Aktienkurs zugeordnet werden. Dasselbe gilt für Unternehmensereignisse, die zeitgleich mit Einzelmeldungen anfallen. Möglich wären solche Betrachtungen, wenn dem Forscher Intra-Day-Aktienkurse sowie die genauen Uhrzeiten der Veröffentlichungen von IR-Meldungen und Unternehmensereignissen vorliegen würden. Beide sind allerdings für seit Jahren vergangene Un-

²⁰³ Täubert (1998, p. 189)

²⁰⁴ Täubert (1998, p. 189); Hussy et al. (2013, p. 256)

²⁰⁵ Täubert (1998, pp. 250–251)

tersuchungszeiträume, wie dieser Ansatz sie betrachtet, schwierig zu erhalten.²⁰⁶

Die Anzahl der zu untersuchenden IR-Meldungen in der GG reduziert sich nach dem geschilderten Vorgehen stark, da aufgrund der Betrachtung von Tagesschlusskursen nur eine Einzelmeldung pro Ereignistag analysiert werden kann. Sobald mehrere Einzelmeldungen oder eine Paketmeldung an einem Handelstag veröffentlicht wurden, ist ein kausaler Zusammenhang zwischen den Investorenreaktionen und der einzelnen IR-Kommunikation nicht mehr zweifelsfrei herzustellen. Die Betrachtungsweise des einzelnen Ereignistages, an dem jeweils nur eine wesentliche Unternehmensinformation veröffentlicht wurde, überwindet die Problematik längerfristiger Event-Windows, die beispielsweise in Ereignisstudien betrachtet werden. Dort ist ein häufiger Kritikpunkt, dass Störereignisse eine Messung des Aktienkurses verzerren können.²⁰⁷

Da die konkrete Ausgestaltung der Gruppierung im deduktiv-induktiven Mischverfahren erfolgt, werden Gruppenkategorien, Unterteilungskriterien und Textbeispiele erst im Rahmen der Anwendung festgelegt (vgl. Kapitel 4).

3.1.3 Abgleich mit Sekundärquellen

Sobald die vom Unternehmen stammenden untersuchbaren Einzelmeldungen aus der Grundgesamtheit extrahiert wurden, müssen sie sich einem Abgleich mit potenziellen Störmeldungen aus externen bzw. sekundären Quellen stellen. So könnten beispielsweise Banken, Ratingagenturen, Analysten, Behörden (z.B. Kartellamt, BaFin), institutionelle Investoren oder die Presse (Zeitungen, Zeitschriften, Fernsehen, Radio) ebenfalls bewertungsrelevante Informationen über das Unternehmen veröffentlichen, die nicht von der IR-Kommunikation abgedeckt wurden. Diese zusätzlichen Ereignisse könnten Messergebnisse verwässern oder verzerren.²⁰⁸ Weiterhin dient der Abgleich der Kontrolle, ob die von der IR kommunizierten Meldungen wirklich neu für den Kapitalmarkt sind. Nach der mittleren Kapitalmarkteffizienz (vgl. Kapitel 2.3.2) können für Marktteilnehmer nur völlig neue, bislang unveröffentlichte Informationen eine Veränderung des Aktienkurses verursachen.²⁰⁹ IR-Meldungen, die im Markt schon vor

²⁰⁶ Der Finanzinformationsdienst Bloomberg löscht Intra-Day-Aktienkurse z.B. nach 140 Tagen

²⁰⁷ Goerke (2009, pp. 470–471)

²⁰⁸ Goerke (2009, p. 469)

²⁰⁹ Wallmeier (2009, p. 215)

der Veröffentlichung bekannt waren sowie IR-Meldungen, die am selben Ereignistag mit weiteren relevanten Sekundärmeldungen veröffentlicht wurden, können im Rahmen dieses Ansatzes nicht untersucht werden.

Die Feststellung, wann eine Information erstmals veröffentlicht wurde, ist keine banale. So kann beispielsweise analog der Primärmeldungen keine Grundgesamtheit für Sekundärmeldungen bzw. -ereignisse erstellt werden, da die Anzahl sekundärer Informationen eines Unternehmens schlicht zu groß ist. Es müsste demnach jeder Zeitungsartikel und jede Analystenempfehlung im Untersuchungszeitraum weltweit erfasst werden. Eine Lösungsmöglichkeit kann darin bestehen, auf Datenbanken zurückzugreifen, die entsprechende Meldungen systematisch katalogisiert haben und es erlauben, diese nach Unternehmensnamen und Datum zu suchen. Die Datenbanken sollten möglichst viele Meldungen aus verschiedenen Quellen anzeigen und den gesamten Untersuchungshorizont abdecken. Sinnvoll wäre auch eine Eingrenzungsmöglichkeit der Quellen, sodass beispielsweise nur solche mit einer gewissen Breiten- resp. Publikumswirkung im Sinne des Kapitalmarktes ausgewählt werden. Täubert nutzt in diesem Zusammenhang das Handelsblatt, das sie als führende Finanz- und Wirtschaftszeitung in Deutschland bezeichnet.²¹⁰

Name	Zugang	Beschreibung
WISO	nicht frei zugänglich, jedoch in vielen Fachbibliotheken nutzbar	Volltextdatenbank mit Zugriff auf über 400 int. Fachzeitschriften aus den Gebieten Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspraxis und über 100 deutschsprachigen Zeitungen; Suche nach Firmennamen und Datum möglich; Auswahl entsprechender Quellen/Medien möglich; Ergebnisse können weiter gefiltert werden
Nexis	nicht frei zugänglich, jedoch in vielen Fachbibliotheken nutzbar	Int. Presseinformationen, Firmen- und Finanzinformationen, Informationen zu Personen aus Wirtschaft, Politik und Zeitgeschehen, Branchendaten, Länderberichte und juristische Informationen, Artikel aus mehreren tausend Zeitschriften, Magazinen und Zeitungen sind tagesaktuell im Volltext enthalten; Suche nach Firmennamen und Datum möglich; Auswahl entsprechender Quellen/Medien möglich; Duplikate können entfernt werden
Finanzen.net	frei zugänglich	größtes Finanzportal in Deutschland, dass auch Wirtschafts- und Finanznachrichten anbietet; Suche nach Firmennamen und Datum möglich

Tab. 10: Vorschlag für den Sekundärabgleich geeigneter Datenbanken²¹¹

In der vorstehenden Tabelle sind drei Datenbanken genannt, die geeignet wären, um einen solchen Sekundärabgleich zu vollziehen. Der Zeitraum vor der

²¹⁰ Täubert (1998, p. 192)

²¹¹ Eigene Darstellung. Beschreibung nach: Hochschule Hannover (2012b); Hochschule Hannover (2012a); Finanzen.net (2011)

Veröffentlichung einer zu untersuchenden primären M&A-Meldung, beispielsweise einige Tage, könnte nun in den Datenbanken auf eventuelle vorherige Veröffentlichungen durch Sekundärquellen überprüft werden. Bei Veröffentlichungen von Primär- und Sekundärquellen am selben Tag, gelten die Sekundärmeldungen nur als Multiplikatoren. Wenn keine Sekundärquelle eine inhaltlich gleiche Meldung vor der Primärmeldung publiziert, kann die Meldung weiter untersucht werden, sofern am Handelstag keine andere vollständig neue Information durch Sekundärquellen veröffentlicht wurde.

Der Abgleich der Sekundärquellen vor Untersuchung einer IR-Meldung kompensiert außerdem die Schwächen der Grundgesamtheit. In der GG nicht erfasste, z.B. übersehene IR-Meldungen werden auch durch die Sekundärquellen angeführt und machen den Forscher so auf zusätzliche IR-Meldungen aufmerksam. Falls dem Forscher beim Sichten einzelner Paketmeldungen Zweifel kommen, ob wirklich alle Teilmeldungen neu sind, kann er entsprechende Paketmeldungen auch einem Sekundärabgleich unterziehen. Falls davon nur eine Teilmeldung wirklich neu für den Kapitalmarkt ist, kann die Paketmeldung weiter untersucht werden.

Nach Gruppierung und Anpassung der Grundgesamtheit sowie dem Abgleich mit Sekundärquellen bleibt eine bestimmte Anzahl zu untersuchender Primärmeldungen zurück. An den Veröffentlichungstagen dieser Meldungen wurde durch den Sekundärabgleich sichergestellt, dass keine weiteren wesentlichen bzw. offensichtlichen Informationen über das Unternehmen publiziert wurden. Ebenfalls wurden Störereignisse und Paketmeldungen identifiziert und in der GG notiert. Durch die Gruppierung wurden die Meldungen aufgrund ihres Inhaltes in M&A- und nicht-M&A-bezogene Meldungen sowie in weitere Untergruppen aufgeteilt. Dieses Forschungsdesign kann, durch Ausschluss aller bekannten Störmeldungen und -ereignisse innerhalb des Untersuchungszeitraumes eines Handelstages, einen relativ starken Kausalitätsbezug zum Aktienkurs herstellen. Dieser wird jedoch mit einem immensen Verlust von zu untersuchenden Meldungen bezahlt. Gerade aus Sicht des Forschers interessante Meldungen könnten so aufgrund des zufälligen Vorliegens sekundärer Meldungen aussortiert werden.

3.2 Qualitative Ermittlung des Handlungsanreizes

In diesem Kapitel wird der Versuch unternommen, einen Ansatz zur qualitativen Ermittlung des Handlungsanreizes von Unternehmensmeldungen zu entwickeln. Insbesondere Meldungen ohne konkrete resp. quantitative Bestandteile können nur schwierig hinsichtlich ihres Informationsgehaltes beurteilt werden, da jedes Individuum eigene, subjektive Bewertungsmaßstäbe anlegt. Für empirische Arbeiten werden deshalb i.d.R. Marktreaktionen an Ereignistagen gemessen und Meldungen daraufhin beurteilt.²¹² Ist die Marktreaktion positiv, beispielsweise anhand steigender Kurse oder Renditen, wird die Meldung als positiv gewertet, reagieren die Marktakteure negativ, wird die Nachricht als negativ angesehen.²¹³ Lässt sich keine auffällige Aktivität messen, wird die Nachricht als neutral eingestuft.²¹⁴ Diese ex post Betrachtung ist jedoch nicht im Sinne dieser Arbeit, da für eine Beurteilung der Investorenreaktionen zuerst ein möglicher Stimulus bzw. Anreiz gemessen werden muss, der schließlich zu einer Reaktion führt.

3.2.1 Intention, Instrumentenwahl und Abgrenzung

Damit die Reaktion der Investoren auf Unternehmensmeldungen verstanden und beurteilt werden kann, muss zunächst die vorherrschende Aussage einer Nachricht ex ante fixiert werden. Es stellt sich also die Frage, welche Inhalte die IR kommuniziert und wie diese Inhalte von den Investoren aufgenommen werden. Veröffentlicht die IR tatsächlich auch negative Meldungen, die im Rahmen der Ad-Hoc-Pflicht bzw. Regelpublizität gar nicht hätten veröffentlicht werden müssen? Und sind die Meldungen wirklich so eindeutig und transparent wie sie es den Anforderungen an eine effiziente Finanzkommunikation nach sein müssten? Die Anreizermittlung soll versuchen, Meldungen verschiedener Gruppen, z.B. M&A-Meldungen und Produktmeldungen, vergleichbarer zu machen, indem unterschiedliche Ausprägungen der Informationsgehalte differenziert werden.

Für die qualitative Anreizmessung kommen nach gründlicher Recherche zwei methodische Vorgehensweisen in Betracht. So könnte der Handlungsanreiz einer Meldung näherungsweise mit einem Rating- bzw. Scoring-Modell be-

²¹² Schwarzer (2003, p. 25)

²¹³ Schwarzer (2003, p. 25)

²¹⁴ Schwarzer (2003, p. 25)

stimmt werden, indem Punkte für bestimmte Ausprägungen der Meldungen verteilt werden. Ratingskalen gehören zudem zu den in den Sozialwissenschaften am häufigsten verwendeten Erhebungsinstrumenten.²¹⁵ Der Vorteil des Scoring-Modells besteht darin, dass die Entscheidungsfindung der Punktevergabe aufgrund eines systematischen Vorgehens zu nachvollziehbaren und transparenten Entscheidungen führt.²¹⁶ Es kann außerdem den nicht-monetären Nutzen von Optionen, in diesem Fall die verbalen Aussagen von IR-Meldungen, quantifizieren und ermöglicht deren Vergleichbarkeit sowie eine Ableitung von Rangfolgen.²¹⁷ Jede Primärmeldung würde einzeln und völlig unabhängig von anderen Meldungen anhand eines Scoring-Bogens und unter Festlegung von Kriterien und Punkteintervallen beurteilt werden. Schwierig ist jedoch, dass IR-Meldungen sehr unterschiedliche Ausprägungen und Inhalte aufweisen können und daher keine genauen Intervallgrenzen für die Punktevergabe zu definieren wären. Des Weiteren wäre eine eindeutige Auswertung bzw. Aussage der vergebenen Punkte in manchen Fällen schwierig. Es wäre beispielsweise denkbar, dass eine sehr negative Meldung im Bereich von 0-100 Punkten liegt und eine weitere Meldung mit 101 Punkten in eine weniger negative Kategorie fallen würde. Diese Differenzierung wäre fragwürdig und anfechtbar.

Da qualitative Informationen durch die sehr feingliedrige Punktevergabe nur beschwerlich konkretisiert werden können, bedarf es einer Methode, die das hohe Abstraktionsniveau unterschiedlicher Meldungsinhalte besser erfassen kann. Dieser Anforderung kann der prognostische, auch als evaluativ bezeichnete Ansatz der qualitativen Inhaltsanalyse eher gerecht werden.²¹⁸ Der Ablauf der evaluativen Inhaltsanalyse entspricht im Wesentlichen der in Kapitel 3.1.2 geschilderten Vorgehensweise der Gruppierung. Für diese Art der Auswertung besteht das Kategoriensystem im Grunde nur aus einer Liste von Merkmalen, deren Ausprägungsgrad oder Intensität jeweils von Forschern eingeschätzt wird.²¹⁹ Die prognostischen Analysen sagen etwas zur Wirkung eines Textes beim Empfänger aus, z.B. welches zukünftige Verhalten des Rezipienten zu

²¹⁵ Bortz and Döring (2006, p. 176)

²¹⁶ Sztuka (2015)

²¹⁷ Sztuka (2015)

²¹⁸ In diesem Zusammenhang wird auch von Bewertungs- oder Intensitätsanalysen gesprochen: Diekmann (2007)

²¹⁹ Bortz and Döring (2006, p. 152)

erwarten ist.²²⁰ Dazu werden Inhalte eingeschätzt, bewertet und klassifiziert sowie häufig anhand ihrer Ausprägungen ordinal-geordnet dargestellt.²²¹ Bei diesem Vorgehen ist vor allem die Sprach- und Interpretationskompetenz des Codierers gefragt.²²² Jedoch soll der Interpretationsakt, der die IR-Meldungen in Richtung der Kategorien interpretiert und damit zuordnet, so systematisch und regelgeleitet wie möglich sein.²²³

Die Auswahl der evaluativen Inhaltsanalyse zur Ermittlung des Handlungsanreizes einer Meldung wird durch den Einsatz der Beurteilungs- und Interpretationskompetenz eines eingearbeiteten Codierers begründet. Dieser sollte den Hintergrund und die aktuelle Situation des zu untersuchenden Unternehmens kennen sowie einen Überblick über den Verlauf der bislang veröffentlichten IR-Meldungen haben. Entscheidend ist, dass der Codierer die unterschiedlichen Meldungsinhalte und -ausprägungen wesentlich flexibler und im Verhältnis zu anderen Meldungen differenzierter beurteilen kann, als ein statisches Scoring-Modell. Vorteilhaft ist außerdem, dass zuerst alle zu bewertenden Meldungen gesammelt werden und anschließend durch zum Teil wiederholende Bewertungsschritte einer Kategorie zugeteilt werden. So weisen die kategorisierten Meldungen ein Verhältnis zueinander auf und können beispielsweise durch Dominanzvergleiche differenzierter beurteilt werden.

Abgrenzend muss an dieser Stelle erwähnt werden, dass sowohl die Motivations- und Entscheidungsgründe der IR, als Sender der Meldungen, sowie auch der Investoren, als Empfänger der Meldungen, nicht analysiert und berücksichtigt werden können. Aufgrund fehlender Informationen werden die genannten Aspekte als sog. Blackbox betrachtet. Da nicht beurteilt werden kann, ob die IR Meldungen gezielt steuert oder sogar manipuliert (vgl. Kapitel 2.4.3), können nur offensichtliche Aspekte der Meldungen, wie beispielsweise die Form, der Inhalt und die Rhetorik untersucht werden. Auch der Entscheidungsprozess und die Präferenzen der Investoren bleiben unberücksichtigt. So könnten beispielsweise Investoren auf bestimmte Meldungen unterschiedlich reagieren. Während ein sog. Day-trader seine Aktien im Falle einer leicht korrigierten Gewinnmel-

²²⁰ Häder (2010, p. 326)

²²¹ Kuckartz (2014, pp. 98–99)

²²² Kuckartz (2014, pp. 98–99)

²²³ Mayring (2010, pp. 12–13)

derung womöglich sofort verkaufen würde, könnte ein strategischer Investor diese Meldung ignorieren.

3.2.2 Evaluative Kategorisierung und ihre Kriterien

Um die IR-Meldungen bezüglich ihres Informationsgehaltes und ihres vorherrschenden Stimulus differenzieren zu können, werden diese, ähnlich wie im Kapitel 3.1.2 beschrieben, auf Grundlage bestimmter Kriterien definierten Kategorien zugeordnet. Anders als bei der Gruppierung müssen die Kategorien dieses Mal jedoch theoriebasiert, also deduktiv, hergeleitet werden. Für die weitere Untersuchung ist es nötig, dass Meldungen hinsichtlich der wahrscheinlichen Handlungen der Investoren beurteilt werden. Zumindest sollten negative Meldungen, die einen Verkaufsanreiz setzen, positive Meldungen, die einen Kaufanreiz bieten sowie neutrale Nachrichten, die das Halten von Aktien begründen, unterschiedenen werden. Je differenzierter allerdings eine Unterteilung erfolgt, desto genauer können später Rückschlüsse auf die Aktivität des Aktienkurses gezogen werden. Meldungen im Rahmen dieser Arbeit sollen demnach versuchsweise den folgenden Kategorien zugeordnet werden (vgl. Tab. 11).

Kategorie	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Gesamttenor	extrem negativ	negativ	leicht negativ	neutral	verhalten optimistisch	positiv	extrem positiv
Handlungsanreiz	starker Verkauf	Verkauf	schwacher Verkauf	halten	schwacher Kauf	Kauf	starker Kauf

Tab. 11: Deduktiv gebildete Kategorien der qualitativen Anreizmessung

Bei der Skalierung der Kategorien handelt es sich um eine Ordinalskala, die lediglich Ränge in Form einer Unter- oder Überordnung angibt.²²⁴ Die numerische Bezeichnung der Kategorien darf nicht mit dem Vorliegen einer Intervallskala in Verbindung gebracht werden, welche zusätzlich die Differenzen der Messwerte definieren würde.²²⁵

Die 3er Kategorien werden vermutlich seltener belegt und sollen extreme Meldungen von den 2er Kategorien abgrenzen, um eine Vergleichbarkeit dieser zu gewährleisten. Kategorien der Klasse drei fangen im Wesentlichen die sog.

²²⁴ Früh (2011, p. 32)

²²⁵ Früh (2011, p. 32)

Ausreißer auf. Die 1er Kategorien beinhalten Meldungen, die zwar als positiv bzw. negativ zu erkennen, jedoch relativ unbedeutend im Sinne der Kapitalmarktbewertung sind. So wird z.B. eine Umstrukturierung der Mitarbeiterorganisation in einem Werk keine starken Aktienkurssprünge vermuten lassen. Meldungen, die keine positiven oder negativen Inhalte bzw. Meinungen erkennen lassen oder aber ambivalente Aussagen beinhalten, werden der neutralen Kategorie zugewiesen. Diese soll auch Meldungen mit minimalem Aussagegehalt im Sinne einer Wesentlichkeitsschwelle abdecken. Da zu erwarten ist, dass negative Meldungen im Zusammenhang mit dem IR-Ziel der Verstetigung der Aktienkursentwicklung (vgl. Kapitel 2.4.2) auch immer positive Aspekte aufweisen, sollten diese aufgrund ihrer Ambivalenz keinesfalls immer der neutralen Kategorie zugeordnet werden. Vielmehr sollte dann der vorherrschende Gesamtenor berücksichtigt werden. Alle nun übrig gebliebenen Meldungen werden auf die Kategorien -2 bzw. +2 aufgeteilt. Falls sich im Laufe der Anwendung herausstellen sollte, dass die Differenzierung der Kategorien zu feingliedrig ist, kann immer noch auf ein -2 bis +2 Schema oder sogar eine bloße Skalierung nach negativ, neutral und positiv zurückgegriffen werden.

Da anstelle eines automatisierten Systems ein Codierer die Kategorisierung übernimmt, dessen menschliche Urteile subjektiv und deshalb in hohem Maße störanfällig sind,²²⁶ müssen ihm Kriterien vorliegen, die den Entscheidungsprozess standardisieren, erleichtern und überprüfbar machen. So kann der Interpretationsakt weitestgehend systematisiert und regelgeleitet ausgeführt werden.²²⁷ Kriterien verschiedener Herkunft können durch Anpassung oder Übertragung in eine mögliche Bewertung einfließen. Nix nennt bei der Untersuchung von Geschäftsberichten die drei Dimensionen Protokoll, Präsentation und Prognose. Demnach werden vergangenheitsorientierte Inhalte wie der Jahresabschluss oder Ergebniskommentare der Dimension Protokoll zugeteilt, während unter Präsentation gegenwartsorientierte Inhalte wie Informationen zu Strategien, dem Wettbewerb oder dem Produktportfolio subsumiert werden.²²⁸ In der zukunftsorientierten Dimension Prognose werden u.a. die Kommunikationsinhalte Ausblick, Planung und Vision an die Empfänger kommuniziert.²²⁹ In dieser

²²⁶ Bortz and Döring (2006, p. 154)

²²⁷ Mayring (2010, pp. 12–13)

²²⁸ Nix (2004, p. 99)

²²⁹ Nix (2004, p. 99)

Unterscheidung wird der zeitliche Wirkungsaspekt deutlich, der bei der Kategorisierung berücksichtigt werden könnte. Des Weiteren können journalistische Qualitätskriterien herangezogen werden (vgl. Tab. 12).

Kriterium	Beschreibung
Richtigkeit	Sorgfalt bei der Recherche; Gewährleistung von Informationen, die mit der Wirklichkeit übereinstimmen und frei von formalen und sprachlichen Fehlern sind
umgekehrte Pyramide	Klassische Nachrichtenregel: Zuerst Beantwortung der W-Fragen; Wichtigkeit der Informationen im Textverlauf abnehmend
Trennung von Nachricht und Meinung	Klassische Nachrichtenregel: Es muss zwischen dem Sachinhalt der eigentlichen Nachricht sowie der Meinung des Autors unterschieden werden
Objektivität	Unvoreingenommenheit der Berichterstattung
Glaubwürdigkeit	Vertrauenswürdigkeit von Informationsquellen und Autor

Tab. 12: Auszug journalistischer Qualitätskriterien²³⁰

Zusätzlich nennt Ramaj u.a. die Genauigkeit und Plausibilität von Informationen als Charakteristika der Offenlegung.²³¹ Diese könnten ebenfalls als Kriterien eingesetzt werden. Nach Täubert sind der Gesamttenor und die kommunizierten Wertsteigerungspotenziale einer Meldung wesentliche Kriterien.²³² Achleitner et al. nennen im Zusammenhang mit der Erfolgsmessung von IR zudem die Verständlichkeit der Meldungen,²³³ die z.B. durch eine unverständliche Wortwahl, Fremdwörter, Füllwörter oder einen verschachtelten Satzbau beeinträchtigt sein könnte.²³⁴ In diesem Sinne sollten auch die Anforderungen an Pressemitteilungen (z.B. die W-Fragen: vgl. Kap. 2.4.4) sowie die klassischen Nachrichtenregeln berücksichtigt werden. Um positive oder negative Tendenzen von Texten wahrnehmen zu können, nennen Scheufele und Haas im Rahmen der Untersuchung von Analysten- und Journalistenmeldungen einschlägige Schlag- oder Signalwörter, die auch Hinweise für die Kategorisierung liefern können (vgl. Anhang 5). Einen weiteren Faktor kann die Erwartungshaltung der Investoren darstellen. Nach Coenenberg und Henes werden Meldungen als negativ (positiv) angesehen, deren Nachrichteninhalt unter (über) den Erwartungen der Marktakteure liegt.²³⁵ Entspricht der Meldungsinhalt den Erwartun-

²³⁰ Eigene Darstellung nach: Engesser (2013, pp. 168–170) Genannte Kriterien können im Rahmen dieser Arbeit sinnvoll auf Unternehmensmeldungen übertragen werden. Weitere von Engesser genannte Kriterien sind unpassend oder zu feingliedrig.

²³¹ Ramaj (2010, p. 73)

²³² Täubert (1998, p. 188)

²³³ Achleitner et al. (2008, p. 282)

²³⁴ Hillmann (2011, p. 41)

²³⁵ Coenenberg and Henes (1995); Schwarzer (2003, p. 25); Auch Hirst, Koonce, and

gen, ist die Meldung als neutral einzustufen.²³⁶ Auch die DVFA berichtet, dass die Veränderung von Zielen oder Prognosen, welche die Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer wesentlich beeinflussen, einen starken Signalcharakter aufweist.²³⁷ Weitere Kriterien der Kategorisierung könnten aus den Anforderungen an eine effiziente Finanzkommunikation abgeleitet werden (vgl. Kap. 2.4.4). Da diese aufgrund ihres Abstraktionsniveaus jedoch schwierig auf Einzelmeldungsbasis zu operationalisieren sind, wird auf ihre Nutzung verzichtet.²³⁸

Die Ermittlung des qualitativen Handlungsanreizes einer Meldung unterscheidet sich jedoch von der klassischen Inhaltsanalyse, die ursprünglich das Anliegen verfolgt, formale und inhaltliche Merkmale großer Textmengen zu erfassen.²³⁹

Investoren werden Meldungen wahrscheinlich weniger anhand stilistischer Qualitätskriterien beurteilen. Lesbarkeit und Satzbau einzelner Meldungen werden demnach keinen oder nur einen vernachlässigbaren Einfluss auf die Aktienkursentwicklung haben. Meldungen mit unwesentlichem Inhalt, die außerdem noch dürrtlig formuliert sind, würden vermutlich zu keiner starken negativen, sondern eher zu einer neutralen Reaktion der Aktie führen. Selbstverständlich würden viele stilistisch schwache Meldungen auf lange Sicht die Glaubwürdigkeit und das Image der IR mindern, jedoch manifestiert sich diese Entwicklung nicht an einem einzelnen Tag. Essentieller sind vor allem Sachinformationen sowie die Beurteilung des Unternehmens innerhalb der kommunizierten IR-Meldungen. Für die evaluative Kategorisierung werden deshalb folgende Kriterien vorgeschlagen, die sich aus den oben genannten Elementen ableiten und in der Tab. 13 zusammengefasst sind. Typische Textbeispiele und eventuelle Entscheidungsregeln werden im Rahmen der Anwendung ergänzt (vgl. Kap. 4).

Venkataraman (2008) kommen zu dieser Einschätzung

²³⁶ Coenenberg and Henes (1995); Schwarzer (2003, p. 25)

²³⁷ Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, pp. 17–18)

²³⁸ Mit Ausnahme der genannten Anforderungen an Pressemitteilungen (W-Fragen)

²³⁹ Brosius et al. (2012, p. 133)

Kriterien- name	Beschrei- bung	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
		starker Verkauf	Verkauf	schwacher Verkauf	neutral	schwacher Kauf	Kauf	starker Kauf
Meldungsart	Art der über- mittelten In- formationen	extrem negative Hardfacts (Ausreißer): Auswirkung messbar/ quantifizierbar oder Be- deutung unmissverständ- lich	negative Hardfacts: Auswir- kung messbar/ quantifizierbar oder Bedeu- tung unmissverständlich	negative Softfacts	neutrale Hard- oder Soft- facts; Ambivalenz negati- ver und positiver Informa- tion in vergleichbarer In- tensität	positive Softfacts	positive Hardfacts: Aus- wirkung messbar/ quantifizierbar oder Be- deutung unmissverständ- lich	extrem positive Hard- facts (Ausreißer): Auswirkung messbar/ quantifizierbar oder Bedeutung unmiss- verständlich
Wertentwicklung	Hinweis auf zukünftige Wertentwicklung/ Wertentwicklungspo- tenzial	Unternehmenswert wird stark und langfristig fallen; negativer strategischer Wert; hohe Eintrittswahr- scheinlichkeit extrem ne- gativer Meldungen	mittelfristiger, jedoch nicht unwesentlicher Wertverlust; strategische Bedeutung; mittlere Eintrittswahrscheinlichkeit bei extrem negativen Meldungen; hohe Eintrittswahrscheinlichkeit bei negativen Meldungen	kleiner oder kurzfristig andauernder Wertverlust; eher operativ be- gründet; geringe nega- tive Abweichung von Zielen	Meldung kommuniziert keine potenzielle Wertentwicklung bzw. ambiva- lent oder gleichbleibend	kleiner oder kurzfristig andauernder Wertzuwachs; eher opera- tiv begründet; geringe positive Abweichung von Zielen	mittelfristiger, jedoch nicht unwesentlicher Wertzuwachs; strategi- sche Bedeutung; mittlere Eintrittswahrscheinlichkeit bei extrem positiven Mel- dungen; hohe Eintrittswahrscheinlichkeit bei positiven Meldungen	Unternehmenswert wird stark und lang- fristig steigen; hoher strategischer Wert; hohe Eintrittswahr- scheinlichkeit extrem positiver Meldungen
		Hilfskriterien: Durch folgende Kriterien können positive und negative Meldungen hinsichtlich ihrer Form und Darstellung unterschieden werden:						
Hilfskriterien	Verständlich- keit	Aussagen sind unpräzise formuliert und unverständlich für Investoren. Auf die W-Fragen und klassischen Nachrichtenregeln wurde nicht angemessen eingegan- gen. Es besteht der Verdacht der Verschleierung oder Abschwächung bestimmter Inhalte. Gründe, Folgen und Maßnahmen sind nicht oder unzureichend genannt.				Aussagen sind klar formuliert, transparent und verständlich für Investo- ren. Auf die W-Fragen und klassischen Nachrichtenregeln wurde ange- messen eingegangen. Es besteht kein Verdacht der Verschleierung oder Abschwächung bestimmter Inhalte. Inhalte sind abgegrenzt sowie Gründe und Folgen aufgezählt.		
	Darstellung	Wortwahl und Form: z.B. feindlich, Anspannung, nicht behauptet, bergab, Be- fürchtung, depressiv, unter Druck, entmutigend, Herabstufung, Misstrauen, pes- simistisch, negative Impulse, Risiken, Senkung, Stagnation, Stillstand, Überbe- wertung, unerfreulich, schwach, schlechte Prognose, Krise, Einbruch, Angst				Wortwahl und Form: z.B. freundlich, bergauf, behaupten, Boom, Chance, Entspannung, erfreulich, Erholung, erwartungsvoll, hoffnungsvoll, eupho- risch, Erhöhung, Heraufstufung, positive Impulse, optimistisch, Trend- wende, gute Stimmung, Vertrauen, Hoch, Einigung		
		Bonus-Malus-System: Auf die oben erfolgte Basiseinschätzung können Abschläge und Zuschläge aufgrund unterhalb genannter Erwartungskriterien gewährt werden. Ob eine ausreichende Intensität vorliegt, um eine Kategorie zu wechseln, liegt im Ermessen des Codierers.						
Erwartung	(vorherige) Erwartung der Investo- ren	völlig verfehlt; Prognose nicht in Ansätzen erreicht; Ereignis/Meldung traf völ- lig unvorbereitet	Ziele verfehlt; Prognosen nicht erreicht; Ereignis/ Meldung wurde nicht erwar- tet	Ziele fast erreicht; nur geringe negative Diffe- renz	Erwartung getroffen; Ent- wicklung wie vorher prog- nostiziert	Ziele leicht übertrof- fen; geringe positive Differenz.	Ziele übertroffen; Ereig- nis/Meldung wurde nicht erwartet	Ziele in ungeahntem Ausmaß übertroffen; Ereignis/Meldung kam völlig unerwartet
Gesamt- tenor	dominie- rende Einschät- zung	extrem negativ	negativ	leicht negativ	neutral oder in ver- gleichbarer Intensität ambivalent	verhalten optimis- tisch	positiv	extrem positiv

Tab. 13: Vorschlag des Codierbuches der evaluativen Kategorisierung

Mithilfe der Kriterien Meldungsart und Wertentwicklung unterzieht der Codierer die IR-Meldungen zunächst einer Basiseinschätzung. Dabei wird zwischen Hard- und Softfacts unterschieden, die, je nach Grad ihrer Bedeutung bzw. Messbarkeit, den unterschiedlichen Kategorien zugeordnet werden. Daraufhin wird evaluiert, welche Entwicklung des Unternehmenswertes explizit oder implizit kommuniziert wird. Starke und mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit eintretende Entwicklungen belegen jeweils die Randkategorien, während eine Abnahme der Eintrittswahrscheinlichkeit, der Höhe der Wertänderung oder der strategischen Bedeutung zur Wahl in Richtung Mittelkategorie führen. Die Kriterien Verständlichkeit und Darstellung können eine Hilfestellung bieten, um positive und negative Meldungen zu unterscheiden. Da sie einzeln betrachtet keine differenzierte Beurteilung von Meldungen leisten können, dienen sie lediglich der Entscheidungsunterstützung. Beispielsweise könnte eine Formulierung in Floskeln oder nicht greifbaren Beschreibungen die Gefahr bergen, dass die Glaubwürdigkeit des Managements beschädigt wird, weil professionelle Investoren und Analysten in Abwesenheit konkreter Beschreibungen der unternehmerischen Situation Annahmen treffen müssen, die ein größtmögliches Risiko unterstellen.²⁴⁰ Eine unverständlich formulierte Meldung würde daher eher negative Reaktionen der Investoren vermuten lassen. Auch Ramaj zeigt auf, dass u.a. die Genauigkeit der offengelegten Informationen die Glaubwürdigkeit des Unternehmens beeinflusst.²⁴¹ Wird diese gemindert, reagieren Investoren sehr empfindlich auf Unternehmensmeldungen.²⁴²

Die Basiseinschätzung kann, im Falle des Vorliegens entsprechender Hinweise, mittels eines Bonus-Malus-Systems adjustiert werden. Beispielsweise kann eine positive Gewinnmeldung wegen Verfehlung der Investorenerwartungen trotzdem als negativ eingestuft werden. Ob und wann eine ausreichende Intensität der Bonus-Malus-Kriterien vorliegt, die eine Herab- oder Heraufstufung einer Meldung rechtfertigen würde, liegt alleine im Ermessen der mit der Unternehmensentwicklung vertrauten Codierer, die ihre Entscheidung auch unter Berücksichtigung der anderen zu kategorisierenden Meldungen treffen. Wenn keine Erwartungen bezüglich einer Meldung existieren, entspricht die Basiseinschätzung dem Gesamttenor. Eine z.B. positive M&A-Meldung (+2) kann auf-

²⁴⁰ Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, p. 12)

²⁴¹ Ramaj (2010, pp. 72–73)

²⁴² Ramaj (2010, p. 59)

grund verfehlter Prognosen (-2) einen Gesamttenor zwischen negativ (-2) und verhalten optimistisch (+1) annehmen. Werden Erwartungen enttäuscht, kann die ursprüngliche oder eine bessere Kategorie nicht mehr erreicht werden. Jedoch kann eine positive Meldung auch nicht schlechter als ihre enttäuschte Erwartung, in diesem Beispiel -2, eingestuft werden. Im Gegenzug kann eine negative Meldung (-2), die schon von den Investoren erwartet wurde, positiver, jedoch höchstens als neutrale Meldung (0) kategorisiert werden. Eine negative Meldung kann niemals eine positive Reaktion verursachen. Würde sie positiver als erwartet ausfallen, wäre sie in der Basiseinschätzung als positiv bewertet worden.

Abschließend gewichtet der Codierer alle aufgrund der Kriterien gewonnenen Einschätzungen und fasst sie in einer Aussage des Gesamttenors zusammen. Das Vorgehen der Kategorisierung geschieht in einer iterativen Art und Weise unter Beachtung des Verhältnisses zu anderen IR-Meldungen. Ablauf und Funktionsweise werden anhand eines konkreten Anwendungsbeispiels in Kapitel 4.2.4 erläutert.

3.2.3 Grenzen der Methodik

Die qualitative Ermittlung des Handlungsanreizes von IR-Meldungen unterliegt einigen Schwierigkeiten und Einschränkungen. Gütekriterien, wie sie in Kapitel 3.1.2 beschrieben werden, sind nicht in vollem Umfang anzuwenden. So ist das Kriterium der Erschöpfung der Kategorien bei Unternehmensmeldungen wenig sinnvoll. Die deduktiv gebildeten Kategorien müssen für die weitere Untersuchung zwangsläufig bestehen bleiben, unabhängig davon, ob entsprechende Meldungen veröffentlicht wurden oder nicht. Auch die gleichmäßige Besetzung der Kategorien, die im Rahmen der Validität berücksichtigt wird, ist in diesem Zusammenhang nicht angemessen. Wenn beispielsweise viel mehr positive als negative Meldungen veröffentlicht werden, dann ist das eine wichtige Erkenntnis, die durch Anpassung der Kategorien, um eine ausgewogenere Verteilung zu erlangen, verloren gehen würde.

Unberücksichtigt bleibt zudem die erwähnte Blackbox, die die Präferenzen, Motive und Entscheidungskriterien der Investoren und der IR enthält. Meldungen könnten vom Codierer also anders eingeschätzt werden, als Investoren dieses aufgrund ihres individuellen Wissensstandes tun würden. In diesem Zusam-

menhang wäre zudem fraglich, ob wirklich alle Investoren, wie von der EMH angenommen, rational handeln. Auch der potenzielle Wertbeitrag, der in einer Meldung kommuniziert wird, ist ohne Angabe quantifizierter Informationen schwierig abzuschätzen. Dieser kann durch die Mehrdeutigkeit von Begriffen oder Ungenauigkeiten im Kategorisierungsschema²⁴³ sogar noch unpräziser ermittelt werden. Manche Unternehmensinformationen setzen bei den Kommunikationsempfängern ein Mindestmaß an Fachkenntnissen voraus, um Inhalt und Sinn einer Meldung erfassen zu können.²⁴⁴ Über diese Fachkenntnisse müssen die Codierer genauso verfügen, wie über das Wissen um die aktuelle Unternehmenssituation und vorangegangene Meldungen. Eine starke potenzielle Fehlerquelle bleibt weiterhin das menschliche Urteil, das in seiner Subjektivität im hohen Maße störanfällig ist.²⁴⁵

3.3 Quantitative Aktivitätsmessung

Die IR-Publizität eines Unternehmens hat bedeutenden Einfluss auf die Kursbewertung seiner Wertpapiere und deren Handelsvolumen an den Finanzmärkten.²⁴⁶ Wenn der Kapitalmarkt Informationen effizient verarbeitet, ist der Informationsgehalt eines Ereignisses bzw. einer Unternehmensmeldung an der Reaktion des Aktienmarkts auf die Bekanntgabe des Ereignisses zu erkennen.²⁴⁷ Die Marktreaktion bewirkt eine Aktienkursveränderung, z.B. in Form geänderter Renditen, ein erhöhtes Niveau der Volatilität oder ein höheres Handelsvolumen aufgrund von Portfolioumschichtungen.²⁴⁸ Einen Erklärungsansatz dafür liefert die mittelstrenge Effizienzmarkthypothese, nach der öffentlich bekannte Informationen sofort im Aktienkurs verarbeitet werden. Im Folgenden wird ausgeführt, anhand welcher Vorgehensweisen und finanzmathematischen Kennzahlen solche Einflüsse resp. Reaktionen, an verschiedenen Arten von Meldungen mit unterschiedlichen Intensitätsgraden gemessen werden können.

²⁴³ Häder (2010, p. 328)

²⁴⁴ Ramaj (2010, p. 12)

²⁴⁵ Bortz and Döring (2006, p. 154)

²⁴⁶ Grüning (2011, p. 305)

²⁴⁷ Wallmeier (2009, p. 215)

²⁴⁸ Wallmeier (2009, p. 215)

3.3.1 Volatilität

In der Literatur wird u.a. die Volatilität von Aktienkursen als KPI auf Outflow-Ebene für die Beurteilung von IR-Aktivitäten herangezogen (vgl. Abb. 12).²⁴⁹ Demnach können Reaktionen auf Unternehmensmeldungen durch Veränderungen der Volatilitäten gemessen werden. Die Volatilität ist ein Risikomaß, das die Schwankungsintensität des Preises eines Kapitalmarktproduktes um seinen Durchschnitt innerhalb eines bestimmten Zeitraums anzeigt.²⁵⁰ In der finanzwirtschaftlichen Literatur wird die Volatilität auch als Standardabweichung (σ) bezeichnet, die als Streuungsmaß, entgegen der Varianz (σ^2), den Vorteil bietet, die gleiche Dimension wie der Erwartungswert bzw. die Messwerte der Beobachtungsreihe aufzuweisen.²⁵¹ Je höher σ , umso stärker schlägt der Kurs nach oben und nach unten aus und umso riskanter, aber auch chancenreicher ist eine Investition in das Wertpapier.²⁵² Die Volatilität spiegelt u. a. die Risikoeinschätzung der Investoren wieder und wird daher auch von der IR, im Zusammenhang mit dem Abbau von Informationsasymmetrien, beeinflusst.²⁵³

Wird die Volatilität aus historischen Daten mittels einer Stichprobe aus einer Grundgesamtheit geschätzt, wird der Schätzer der Standardabweichung (s) folgendermaßen berechnet (vgl. (1), wobei $n+1$: Anzahl der Beobachtungen; S_i : Aktienkurs am Ende des i -ten ($i=0,1,\dots,n$) Intervalls; \bar{u} : Mittelwert der u_i).²⁵⁴

$$(1) \quad u_i = \ln\left(\frac{S_i}{S_{i-1}}\right) \quad s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (u_i - \bar{u})^2}$$

Der Schätzer der Varianz (s^2) wird analog der Gleichung (1) berechnet, jedoch ohne das Ziehen der positiven Wurzel. Mathematischer Vorteil der Varianz ist, dass durch die Potenzfunktion größere Abweichungen stärker als kleinere berücksichtigt werden und zudem alle Abweichungen positiv sind.²⁵⁵

Im Rahmen dieser Arbeit werden Tagesvolatilitäten von Aktienrenditen mithilfe des parametrischen Ansatzes der exponentiell gewichteten gleitenden Durch-

²⁴⁹ Porak and Fieseler (2009, pp. 223ff)

²⁵⁰ Pfannenberg and Frank (2007, p. 7); Achleitner et al. (2008, p. 283)

²⁵¹ Albrecht and Maurer (2008, p. 106); Beispiel: Eine Volatilität (σ) von 10% bedeutet, dass der Kurs z.B. einer Aktie innerhalb eines Zeitraums im Durchschnitt $\pm 10\%$ um den aktuellen Kurswert herum pendelte, also zwischen 90% und 110% des aktuellen Werts schwankte. Die Varianz würde jedoch die Einheit $\%^2$ aufweisen.

²⁵² Pfannenberg and Frank (2007, p. 7)

²⁵³ Pfannenberg and Frank (2007, p. 7)

²⁵⁴ Hull (2011, p. 214)

²⁵⁵ Rasch, Friese, Hofmann, and Naumann (2010a, p. 20)

schnitte (Exponentially Weighted Moving Average: EWMA) aufgrund von Vortagsparametern für den Ereignistag (t_0)²⁵⁶ geschätzt und anschließend mit der tatsächlichen Tagesvolatilität von t_0 verglichen. Die so ermittelten Differenzen zwischen der Schätzung und der tatsächlichen Volatilitätsentwicklung werden auf die an t_0 veröffentlichte IR-Meldung zurückgeführt. Der Schätzer der Varianz für den Ereignistag t_0 (oder n) wird nach dem EWMA-Modell folgendermaßen ermittelt (vgl. (2)).²⁵⁷

$$(2) \quad \sigma_n^2 = \lambda \sigma_{n-1}^2 + (1 - \lambda) u_{n-1}^2$$

Die Schätzung für die heutige Varianz ist somit der mit Lambda (λ) gewichtete Varianzschätzer des Vortages zuzüglich der gewichteten zuletzt beobachteten stetigen und quadrierten Tagesrendite.²⁵⁸ Dazu werden die historischen Werte durch den Faktor λ exponentiell gewichtet, sodass die in der nahen Vergangenheit liegenden Werte gegenüber älteren Werten ein höheres Gewicht erhalten.²⁵⁹ Höhere Werte von λ mit $0 < \lambda < 1$ führen zu geringerer Gewichtung der neusten Beobachtungen,²⁶⁰ wohingegen ein geringeres λ zu einer stärkeren Berücksichtigung der neusten Rendite führt. Nach Alexander können sinnvolle Werte für λ zwischen 0,75 und 0,98 liegen.²⁶¹ Die Bank J.P. Morgan fand heraus, dass $\lambda=0,94$ für einen ganzen Bereich verschiedener Marktvariablen Varianzschätzungen liefert, die der realisierten Varianz am nächsten kommen.²⁶² Der Vorteil von parametrischen Verfahren wie dem EWMA-Modell ist, dass sie erkennbare Strukturen der Schwankungsbreite im ausgewählten Zeitfenster berücksichtigen.²⁶³ Extreme Einflüsse, wie beispielsweise die Terroranschläge vom 11. September 2001, beeinflussen die Höhe der für den nächsten Tag geschätzten Volatilität durch die abnehmende Gewichtung vergangener Werte weniger stark, als eine identische Gewichtung aller Tagesrenditen im Untersuchungszeitraum.²⁶⁴

Nachdem die Varianz mittels Fortschreibung des EWMA-Modells für jeden Tag im Untersuchungszeitraum geschätzt und durch Ziehen der Quadratwurzel in

²⁵⁶ t_0 wird in Gleichung (2) als n bezeichnet. n_{-1} entspricht also t_{-1}

²⁵⁷ Hull (2011, p. 223) Hier wird außerdem die mathematische Herleitung des Modells erörtert.

²⁵⁸ Albrecht and Maurer (2008, p. 699)

²⁵⁹ Romeike and Hager (2009, p. 471)

²⁶⁰ Fricke (2006, p. 34)

²⁶¹ Alexander (2001, p. 59)

²⁶² J.P. Morgan and Reuters Ltd. (1996); Hull (2012, p. 625)

²⁶³ Fricke (2006, p. 18)

²⁶⁴ Fricke (2006, pp. 17–18)

den Schätzer der Volatilität umgewandelt wurde, wird nun die Differenz zwischen der Volatilitätsschätzung und der tatsächlichen Standardabweichung am Tag t_0 ermittelt. Letztere wird durch Gleichung (1) über den Zeitraum t_0 bis t_{24} ermittelt. Die Spanne von 25 Tagen wurde gewählt, weil auch Hull diese zum Abgleich mit der geschätzten Varianz nennt.²⁶⁵ Außerdem wäre es einer einzelnen Tagesrendite an t_0 kaum möglich, die Volatilität größerer Messzeiträume wesentlich zu „bewegen“.²⁶⁶

Die Renditen, die in den Varianzschätzer des EWMA-Modells und Schätzer der IST-Volatilität einfließen, sind, wie im ersten Teil der Gleichung (1) dargestellt, logarithmierte oder sog. stetige Renditen.²⁶⁷ Bei Ereignisstudien ist im Zusammenhang mit den zu untersuchenden Renditen außerdem darauf zu achten, dass diese um Kapitalmaßnahmen wie Dividendenausschüttungen und Splits bereinigt sind.²⁶⁸ Da in dieser Arbeit jedoch keine Renditen, wie bei Ereignisstudien üblich, kumuliert werden, sondern lediglich mit auf derselben Datenbasis geschätzte Tagesvolatilitäten verglichen werden, deren bereinigungsbedingte Änderungen im Verhältnis, angenommener Weise, konstant bleiben, wird auf eine Bereinigung der Aktienkurse um Kapitalmarktmaßnahmen verzichtet. Untersuchungstage, an denen solche Kapitalmaßnahmen vorgenommen werden, würden zudem im Sinne dieser Arbeit als Störereignis markiert und daher nicht analysiert werden können (vgl. 3.1.2). Obligatorisch ist jedoch auch für diesen Ansatz eine Bereinigung der Aktienkurse des zu untersuchenden Unternehmens um externe Wirkungen, wie Markt-, Branchen- und Umwelteinflüsse. Dazu können statistische und ökonomische Modelle unterschieden werden. Erstere folgen keiner ökonomischen Argumentation, sondern basieren auf statistischen Annahmen über Verhaltensweisen von Renditen.²⁶⁹ Ökonomische Modelle sind dadurch gekennzeichnet, dass sie neben statistischen Annahmen auch Hypothesen über das Verhalten der Marktteilnehmer, wie beispielsweise differenzierte Risikoerwartungen gegenüber bestimmten Unternehmen, einbe-

²⁶⁵ Hull (2012, p. 625)

²⁶⁶ Der Standardfehler der Schätzung s wird im Weiteren nicht berücksichtigt. Erstens, weil aus der Stichprobe keine Aussage über eine Grundgesamtheit abgeleitet, sondern sie lediglich mit dem EWMA-Schätzer verglichen wird und zweitens, weil der Umfang der Stichprobe ($n=25$ Tage) durch Hull praktisch „vorgeschrieben“ ist.

²⁶⁷ Diese Aussage findet sich auch in: Romeike and Hager (2009, p. 471)

²⁶⁸ McWilliams and Siegel (1997)

²⁶⁹ Lenhard (2009, p. 133)

ziehen.²⁷⁰ Aufgrund der unkomplizierten Anwendung wird in dieser Arbeit zunächst das statistische Modell der marktbereinigten Renditen verwendet. Diesem unterliegt die Annahme einer einheitlichen Rendite aller Wertpapiere, die der Rendite eines Marktportfolios ($u_{m,t}$) entspricht.²⁷¹ Da individuelle Risikoprämien einzelner Wertpapiere unberücksichtigt bleiben, weist jedes Wertpapier (j) das gleiche systematische Risiko auf, das gleich eins angenommen wird.²⁷² Die marktbereinigte Aktienrendite eines Unternehmens (u_b) am Zeitpunkt t ermittelt sich folgendermaßen.²⁷³

$$(3) \quad u_{b,t} = u_{j,t} - u_{m,t}$$

Da das Marktportfolio jedoch nicht exakt bestimmbar ist, muss es durch einen geeigneten Aktienindex, z.B. einen Markt- oder Branchenindex approximiert werden.²⁷⁴ Mit der Marktbereinigung ist die Annahme verbunden, dass äußere Einflüsse, wie z.B. geldpolitische Entscheidungen, Markttrends usw. auf die zu untersuchenden Aktienkurse eliminiert werden. Die Volatilität der bereinigten Renditen $u_{b,t}$ ist demnach ausschließlich auf unternehmensinduzierte Ursachen zurückzuführen, die nach den Anforderungen an effektive Finanzkommunikation (vgl. Kap. 2.4.4) von der IR kommuniziert werden müssten, sobald sie eine Unwesentlichkeitsschwelle überschreiten.

Vorteilhaft an der Betrachtung von Volatilitäten mithilfe des EWMA-Modells ist, dass nicht nur separierte Tagesrenditen gemessen, sondern diese in ein Verhältnis mit den vorangegangenen Renditen gesetzt werden. Eine reine Ermittlung von Aktienkursreaktionen anhand einzelner Tagesrenditen würde zusammenhängende Kursentwicklungen mehrerer Handelstage gänzlich ignorieren. Neben der Entwicklung der Tagesvolatilitäten werden zur Interpretation der Ergebnisse, aufgrund in Kapitel 3.3.3 genannter Einschränkungen, jedoch auch die separierten Tagesrenditen der Ereignistage berücksichtigt.

3.3.2 Hoch-Tief-Spannweite und Handelsvolumen

Neben der Volatilität können noch weitere Kennzahlen zur Messung von Aktienkursreaktionen herangezogen werden. Für diese Arbeit dienen die Spannwei-

²⁷⁰ Pauser (2007, p. 79) Hier sei beispielsweise das CAPM genannt.

²⁷¹ Pauser (2007, p. 85)

²⁷² Pauser (2007, p. 85)

²⁷³ Bezeichnung der Variablen wurde geändert: Bimberg (2009, p. 112)

²⁷⁴ Lenhard (2009, p. 141)

te zwischen den täglichen Hoch- und Tiefkursen sowie das tägliche Handelsvolumen der Aktien als zusätzliche Indikatoren, um eine meldungsinduzierte Aktienkursreaktion wahrnehmen zu können. Sie bilden somit Kontrollvariablen und können mögliche Aktivitäten der Volatilität und Rendite bestätigen oder relativieren. Beide Kennzahlen wurden ausgesucht, weil sie schnell zu ermitteln sind, die benötigten Daten oft zusammen mit den Aktienkursen veröffentlicht und die Kennzahlen auch in der Praxis zur Beurteilung von Aktienkursen herangezogen werden.²⁷⁵ Zudem können sie im Falle einer unveränderten Rendite am Ereignistag trotzdem Reaktionen der Investoren aufzeigen.

Die Spanne oder Spannweite ist wie die Varianz oder Standardabweichung ein Streuungsmaß, das ausdrückt, wie weit einzelne Messpunkte voneinander entfernt liegen.²⁷⁶ Die Spanne r ($r = \text{range}$) ist der Abstand zwischen der größten und der kleinsten vorkommenden Ausprägung eines Merkmals, für diese Arbeit also $r_i = S_{i \max} - S_{i \min}$.²⁷⁷ Da eine absolute Angabe der Spanne gerade in Phasen unterschiedlicher Kursniveaus jedoch schwierig zu vergleichen ist, wird sie in dieser Arbeit relativ in Prozent des jeweiligen Schlusskurses angegeben. Durch Berücksichtigung der täglichen Extrempunkte des Aktienkurses können so Effekte sichtbar gemacht werden, die sich in der bloßen Betrachtung von Eröffnungs- und Schlusskursen bereits kompensiert haben könnten. Im Gegensatz zur Rendite ist eine Bereinigung der Spanne, z.B. mithilfe eines Marktindizes, jedoch nicht sinnvoll. Je nachdem wie die Aktienkurse von Unternehmen eines Indizes bzw. Portfolios auf bestimmte Meldungen reagieren, könnten unterschiedlich starke resp. schwache Extremkurse gemessen werden. Wenn alle Unternehmen eines Portfolios gleichzeitig auf negative Meldungen reagieren, kommt es zu einem stärkeren Tiefpunkt, als wenn alle Aktienkurse der Unternehmen leicht versetzt reagieren. Um Beeinträchtigungen durch diese Portfolioeffekte auszuschließen, werden nur nicht-marktbereinigte Spannweiten verwendet. Bei der Interpretation ist demnach zu beachten, dass Spannweiten an Ereignistagen noch Markteffekte beinhalten können.

Die Anzahl der gehandelten Aktien pro Tag wird als zweite Kontrollvariable genutzt. Da eine absolute Betrachtung wieder wenig sinnvoll erscheint und eine

²⁷⁵ Aktienkursreaktionen via Handelsvolumen: Wallmeier (2009, p.215)

²⁷⁶ Duller (2013, p. 103)

²⁷⁷ Bezeichnung der Variablen wurde geändert: Duller (2013, p. 103)

Grundgesamtheit der ausstehenden und handelbaren²⁷⁸ Aktien eines Unternehmens über einen Untersuchungszeitraum von mehreren Jahren nur beschwerlich für jeden Untersuchungstag ermittelt werden kann, wird das tägliche Handelsvolumen in Prozent des gehandelten Jahresvolumens angegeben. Durch diese Verhältnisbildung ist es zudem möglich, eine Marktbereinigung mithilfe eines geeigneten Aktienindizes durchzuführen, dessen täglich gehandeltes Aktienvolumen auf dieselbe Weise ermittelt wird. Das Handelsvolumen gibt zudem über die Liquidität einer Aktie Auskunft. So wäre es denkbar, dass eine Änderung der Aktienkurse und somit auch der Renditen durch nur wenige Transaktionen mit geringem Volumen hervorgerufen wird. Aktienkursreaktionen, die durch starke Volatilitätsänderungen bei einem nur sehr geringen Handelsvolumen beobachtet werden, können nur eingeschränkt für Aussagen zur Wirkung von IR-Meldungen herangezogen werden, da eben nur ein sehr kleiner Teil der Marktteilnehmer reagiert. Außerdem ist vorteilhaft, dass das Handelsvolumen gegenläufige Reaktionen an einem Handelstag nicht saldiert. Handelstage mit einer hohen Aktivität weisen ein hohes Handelsvolumen auf, wohingegen Renditen am Handelstag z.B. zuerst eine starke positive Aktivität und später eine starke negative Aktivität aufweisen können, die durch Kompensation zu einem neutralen Ergebnis führt.

3.3.3 Grenzen der Methodik

In diesem Kapitel wird auf die methodischen Grenzen der quantitativen Aktivitätsmessung von Aktienkursreaktionen eingegangen. Zudem werden potenzielle Störvariablen benannt.

Die marktbereinigten Renditen, auf deren Basis die Volatilitäten geschätzt werden, können u.a. aufgrund der Anwendung eines statistischen Bereinigungsmodells noch immer externe Einflüsse aufweisen. Hier könnten auf Grundlage ökonomischer Modelle, die ebenfalls unternehmensindividuelle Risikoprämien beachten, möglicherweise genauere Ergebnisse erzielt werden. Auch die falsche Wahl eines Aktienindizes zur Marktbereinigung kann Ergebnisse verfälschen. Beispielsweise könnte ein Index gewählt werden, der kaum mit der Aktienkursentwicklung des Unternehmens korreliert. Auch könnte ein Index zu wenige andere Unternehmen beinhalten, weshalb das Untersuchungsobjekt durch

²⁷⁸ Im Sinne des sog. free float

seinen eigenen Indexanteil schon die Marktrendite stark beeinflussen könnte (sog. Endogenitätsproblem).²⁷⁹ An dieser Stelle können Messungen anhand verschiedener Indizes, z.B. Markt- und Branchenindizes, vorgenommen und anschließend verglichen werden. Die Wahl eines Event-Window von nur einem Tag schließt zwar viele Störereignisse aus, dafür können Über- und Unterreaktionen von Kursen, die erst an Folgetagen korrigiert werden, nicht erfasst werden.²⁸⁰ Problematisch sind im diesem Zusammenhang auch der Insiderhandel und Spekulationsgeschäfte. Beide führen dazu, dass Kursveränderungen schon vor der Veröffentlichung von Unternehmensmeldungen stattfinden.²⁸¹ Diese werden durch die ausschließliche Betrachtung eines Ereignistages nicht gemessen und gelten deswegen als Störvariablen. Für manche „kleinere“ Meldungen, die weniger Informationsgehalt aufweisen, kann die Verwendung von Tagesendkursen dazu führen, dass Reaktionen absorbiert werden. Hier wäre der Gebrauch von Intra-Day-Kursen differenzierter nutzbar.

Auch das EWMA-Modell bringt Einschränkungen mit sich. Da nur Veränderungen von Tagesvolatilitäten gemessen werden, können z.B. M&A-Meldungen mit einer Tagesrendite von 2%, die auf eine Personalmeldung am Vortag mit ebenfalls 2% Tagesrendite folgen, kaum erfasst werden. Wenn das Renditeniveau also durch unterschiedlich ursächliche Meldungen konstant gehalten wird, können Kursreaktionen nur durch die Kontrollkennzahlen und die separierte Tagesrendite identifiziert werden. Eine gewisse Ungenauigkeit liegt auch in dem Varianzschätzer, der vergangene Tagesrenditen in die Zukunft vorschreibt. Da jedoch nur Meldungsgruppen untereinander verglichen werden, die alle mit derselben Methodik ermittelt wurden, bleiben Schätzfehler konstant.

Einige Einschränkungen der vorgestellten Methodik ergeben sich aus der Annahme der mittelstrengen Informationseffizienz der Aktienmärkte (vgl. Kap. 2.3.2). Nach dieser werden alle öffentlich verfügbaren Informationen sofort, also noch vor dem Börsenschluss eines Handelstages, verarbeitet. In der Realität werden Informationen über verschiedene Kommunikationskanäle unterschiedlich schnell verbreitet und durch Marktteilnehmer unterschiedlich schnell verarbeitet.²⁸² So kann es sein, dass Reaktionen auf Unternehmensmeldungen erst

²⁷⁹ Goerke (2009, p. 474)

²⁸⁰ Abgeleitet aus: DeBondt and Thaler (1985); Schwarzer (2003, pp. 21–22)

²⁸¹ Schwarzer (2003, p. 20)

²⁸² Theilen (2008, p. 34)

zeitversetzt in den Aktienkurs einfließen bzw. noch nicht abgeschlossen sind und daher nicht vollständig am Ereignistag gemessen werden können.²⁸³ Ein Grund dafür kann die chronische Informationsüberflutung der Märkte sein.²⁸⁴ Außerdem können Marktakteure sogar bei gleichem Informationsstand zu unterschiedlichen Entscheidungen kommen, wenn sie Fakten differenziert beurteilen.²⁸⁵ Eine erhöhte Börsenaktivität tritt nicht nur dann auf, wenn grundsätzlich neue Informationen durch die IR bereitgestellt werden, sondern auch, wenn die publizierten Inhalte nur einem Teil der Marktakteure bisher unbekannt waren oder Marktteilnehmer bereits bekannte Sachverhalte wegen neu bekannt werdender Informationen unterschiedlich interpretieren.²⁸⁶ Eine weitere Störvariable ist, dass Investoren, auch unabhängig von Meldungen über Unternehmen, Aktivität durch den Handel von Aktien auslösen können. Es wäre z.B. denkbar, dass Haltetermine oder Fristen von Termingeschäften oder Optionen auslaufen, Investoren ihre Gelder in noch attraktivere Aktien umverteilen oder Privatanleger ihre Depots auflösen, um sich einen „Lebenstraum“ zu erfüllen. Ein weiterer psychologischer Effekt, der auch innerhalb der Behavioral Finance behandelt wird, muss für die Auswertung der Ergebnisse beachtet werden. Nach diesem führt die Offenlegung negativer Unternehmensmeldungen zu vergleichbar größeren Aktienkursreaktionen als die Veröffentlichung positiver Meldungen.²⁸⁷

3.4 Operative Fragestellungen und Beurteilung

Die beschriebene Methodik soll auf folgende operative Fragestellungen eingehen (vgl. Tab. 14). Die Fragestellungen leiten sich aus einer Kombination der Themen M&A, Investor Relations und Kapitalmarkttheorie ab und verfolgen zum einen das Ziel, einen möglichen Auswertungsablauf der verarbeiteten Informationen aufzuzeigen und zum anderen, erste Hinweise auf die Kernfrage dieser Arbeit zu sammeln. Die Beantwortung der aufgezeigten Fragen erfolgt im Ergebnisteil.

²⁸³ Goerke (2009, p. 471)

²⁸⁴ Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (2008, p. 6)

²⁸⁵ Ruf (2014, p. 25) Die von Ruf gegebene primäre Literaturstelle konnte nicht nachvollzogen werden.

²⁸⁶ Karpoff (1986, pp. 1069ff); Kandel and Pearson (1995, pp. 831ff); Kim and Verrecchia (1991, pp. 273ff); Grüning (2011, p. 220); Die genannten Quellen sprechen von Börsenumsatz, anstelle von Börsenaktivität

²⁸⁷ Skinner (1994, p. 57); Scheufele and Haas (2008, p. 107)

Qualitative Fragestellungen	
1.	Welche Elemente kamen in der GG wann und wie häufig vor?
2.	Gibt es eine konkrete Kommunikation des M&A-Status? Werden die Anforderungen an eine effiziente Finanzkommunikation erfüllt?
3.	Werden bestimmte Meldungen nur als Paket- oder Einzelmeldung veröffentlicht?
Qualitativ- quantitative Fragestellungen	
4.	Der Kapitalmarkt ist sehr komplex und Effekte überlagern sich. Können Impulse einzelner Meldungen im Aktienkurs überhaupt nachvollzogen werden? (3er Kategorien = große Aktivität, neutrale Kategorie = keine/unwesentliche Aktivität usw.)
5.	Reagieren Investoren angemessen auf M&A-Meldungen? Ist eine Kontrollfunktion der Investoren erkennbar?
6.	Wie reagieren Investoren auf vergleichbare Nicht-M&A-Meldungen?
7.	Wie sind die Reaktionen auf M&A-Meldungen im Zeitverlauf? Verändern sie sich mit allmählicher Bestätigung/Verwerfung der Synergierrealisierung?

Tab. 14: Operative Fragestellungen²⁸⁸

Eine Reaktion bzw. Aktivität der IR-Meldungen wird, wie in Kapitel 3.3 beschrieben, durch die Kennzahlen Differenz zur geschätzten Volatilität, marktberereinigte Rendite, marktbereinigtes Handelsvolumen und Spannweite der täglichen Aktienkurse gemessen. Testtheoretisch werden dazu verschiedene Stichproben hinsichtlich der genannten Kennzahlen miteinander verglichen. Die Stichproben können entsprechend der Fragestellung zusammengesetzt werden und entsprechen je einer Unternehmensmeldungsgruppe (z.B. M&A-Meldungen vs. Personalmeldungen, 3er-Kategoriemeldungen vs. 2er, M&A-2er-Meldungen vs. Personal-2er Meldungen usw.). Anschließend werden die Stichproben auf Unterschiedlichkeit geprüft. Vor allem bei empirischen Studien, die aufgrund von Stichproben allgemeingültige Aussagen zu einer Population treffen, müssen die Ergebnisse auf empirische Signifikanz getestet werden, sodass zufällige Abweichungen ausgeschlossen werden können.²⁸⁹ Für einen Vergleich der Mittelwerte der einzelnen Stichproben auf Signifikanz kommt das inferenzstatistische Instrument der Varianzanalyse (Analysis of Variance: ANOVA) in Frage.²⁹⁰ Für die Anwendung der ANOVA müssen verschiedene Voraussetzungen erfüllt sein. Die abhängige Variable muss intervallskaliert, das untersuchte Merkmal in der Population normalverteilt, die Varianzen der Stichproben homo-

²⁸⁸ Andere und abgewandelte Fragestellungen könnten durch die Methodik ebenfalls behandelt werden. Die genannten sind jedoch wesentlich im Sinne dieser Arbeit.

²⁸⁹ Hussy et al. (2013, pp. 180–181)

²⁹⁰ Rasch, Friese, Hofmann, and Naumann (2010b, p. 1)

gen und die Messwerte voneinander unabhängig sein.²⁹¹ Zudem muss ein ausreichend großer Stichprobenumfang vorliegen.²⁹² Bender et. al. erwähnen in diesem Zusammenhang, dass für jeden freien Faktorterm im Modell mindestens zehn Beobachtungen vorliegen sollten.²⁹³ Rasch et. al. ermitteln in einem Beispiel für eine Effektgröße von 0,1, eine Teststärke von 0,9 und einem Signifikanzniveau von 0,05 eine Mindestanzahl von 38 Beobachtungen für jede von drei Stichproben.²⁹⁴

3.5 Zusammenfassung und Ablauf der Untersuchung

Das Synergieversprechen weckt die Erwartungen der Investoren, dass der Unternehmenswert bzw. Shareholder-Value aufgrund der Übernahme eines Unternehmens zukünftig steigt. Diese Erwartungen werden nach der mittelstrengen EMH sofort in den Aktienkurs einkalkuliert. Da die zuvor identifizierten Synergiepotenziale einen hohen Kaufpreis rechtfertigen, wird die Übernahme durchgeführt. Weil potenzielle Synergien nicht sofort, sondern erst in einer unter Umständen mehrjährigen Integrationsphase realisiert werden können, fallen das Synergieversprechen und seine Einlösung oder Verwerfung zeitlich auseinander. In dieser Zeit müsste die IR ihren Anforderungen nach (vgl. Kap. 2.4.4) die laufende Entwicklung der M&A-Integration angemessen kommunizieren. Keine oder unklare Äußerungen der IR führen zu Ungewissheit und widersprechen den Anforderungen. Die klare Kommunikation, dass das Versprechen nicht gehalten wird, ist laut Anforderungen zwingend, wird aber vermutlich in abgeschwächter Form oder in Verbindung mit positiven Meldungen erfolgen, um eine geringe Schwankung des Aktienkurses gewährleisten zu können (vgl. Kap. 2.4.2). Es gäbe keinen Grund für die IR, eine Einhaltung des Versprechens und somit der Erwartungen nicht zu kommunizieren, weil die Abwesenheit von Informationen zur Annahme größtmöglicher Risiken führen würde. Eine erfolgreiche Übernahme wird demnach auch kommuniziert. Positive²⁹⁵ und negative M&A-Meldungen müssten zu verstärkter Aktivität der Aktie führen, zum einen, weil die Realisierung der Erwartung bestätigt oder verworfen wird und zum an-

²⁹¹ Rasch et al. (2010b, p. 49)

²⁹² Bender, Ziegler, and Lange (2007, pp. e60)

²⁹³ Bender et al. (2007, pp. e60)

²⁹⁴ Rasch et al. (2010b, p. 44)

²⁹⁵ Positiv ist eine Meldung, wenn ihre Erwartung übertroffen wird (vgl. Kap.3.2.2). Eine Meldung über die bloße Einhaltung des Synergieversprechens wäre demnach neutral.

deren, weil die Glaubwürdigkeit der früheren Unternehmenskommunikation evaluiert wird. Fraglich ist, inwiefern die Impulse einzelner Meldungen aufgrund der Überlagerungen von Effekten im komplexen Kapitalmarkt überhaupt wahrgenommen werden. Ob sich dann die Reaktionen der Investoren von IR-Meldungen unterscheiden, soll durch den entwickelten Ansatz untersucht werden. Denkbar wäre, dass aufgrund des mitunter großen zeitlichen Abstandes zwischen Synergieankündigung und Statusmeldung die Thematik des Synergieversprechens in der Wahrnehmung der Investoren weniger präsent ist und deswegen Reaktionen „versanden“ oder durch aktuellere Themen überlagert werden. Eine geringere Reaktion auf M&A-Meldungen wäre dann die Folge. Die kausale Verkettung der Fragestellung kann dem Anhang 13 entnommen werden. Kerngedanke ist also die Frage, ob Investoren weiterhin das Synergieversprechen verfolgen, auf das durch M&A-Meldungen hingewiesen wird. Falls dem nicht so ist, kann das Management das Synergieversprechen als Vorwand für eigene Gründe nutzen, um Transaktionen zu tätigen. Ein externer Kontrollmechanismus käme von Seiten der Investoren dann nicht zum Tragen.

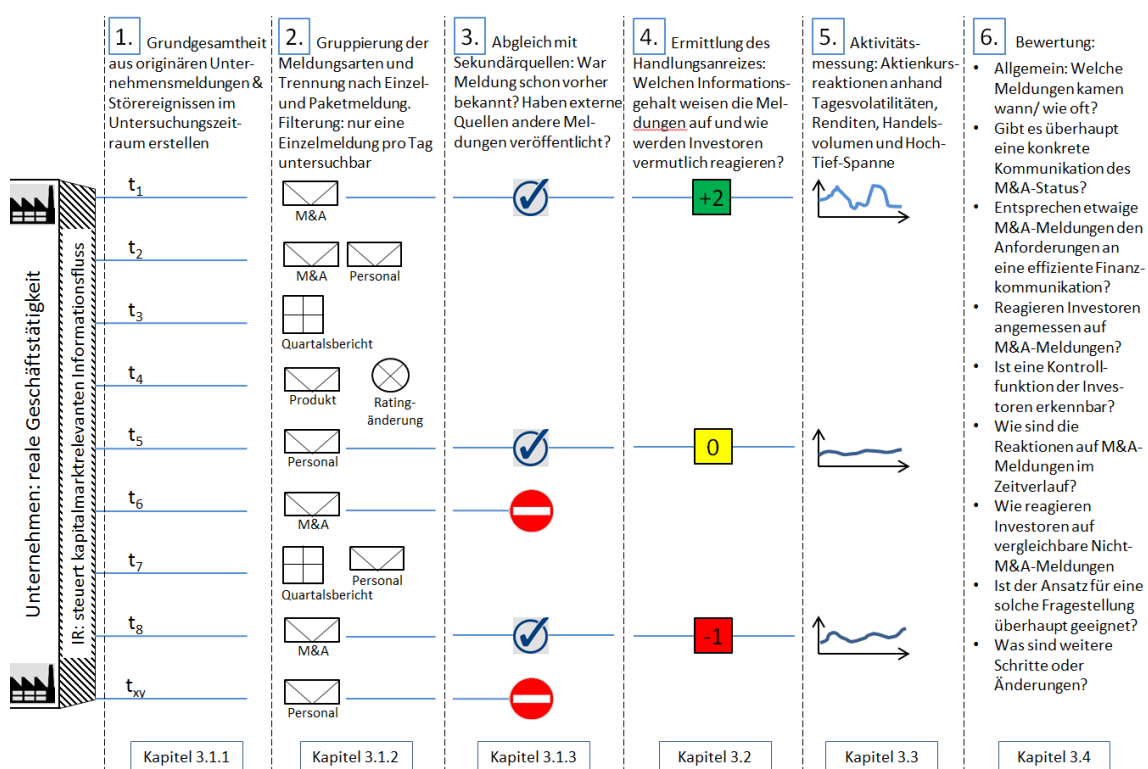


Abb. 14: Methodischer Ablauf der Untersuchung

Die Abb. 14 gibt den methodischen Ablauf des entwickelten Ansatzes wieder. Eine genaue Vorgehensweise wird in den angegebenen Kapiteln erläutert. Das

abgebildete Forschungsdesign kann aufgrund dreier Aspekte einen hohen Kausalitätsbezug zwischen einzelnen IR-Meldungen und dem Aktienkurs herstellen. Erstens werden nur originäre Einzelmeldungen betrachtet. Am Untersuchungstag lagen also keine anderen Meldungen²⁹⁶ oder Störereignisse des zu untersuchenden Unternehmens vor. Zweitens werden durch einen Abgleich mit geeigneten Datenbanken Meldungen externer Quellen über das Unternehmen identifiziert. Beim Vorliegen aktueller sekundärer Meldungen kann ein Ereignistag nicht betrachtet werden. Drittens werden Markteffekte, wie z.B. geldpolitische Entscheidungen oder die Veröffentlichung neuer Konjunkturdaten, durch eine Marktbereinigung der zu untersuchenden Renditen ausgeschlossen. Aufgrund der in Kapitel 3.3.3 angeführten Gründe ist jedoch eine gewisse „Grundaktivität“ an den Untersuchungstagen zu erwarten, die nicht durch die vorgestellten Maßnahmen bereinigt werden kann.

4 Anwendung des Ansatzes am Beispiel der Bayer-Schering-Übernahme

In diesem Kapitel wird der zuvor theoretisch entwickelte Ansatz an einem Praxisbeispiel angewendet. Dadurch sollen Chancen und Grenzen der praktischen Übertragung sichtbar gemacht werden. Die Praxisanwendung ist als ein Machbarkeitstest der Methodik anzusehen und bringt demnach keine empirischen und allgemeingültigen Ergebnisse hervor.

4.1 Auswahlbegründung des Praxisbeispiels

Die Bayer AG ist ein deutscher und international tätiger Konzern der Chemie- und Pharmaindustrie mit Umsatzerlösen von rund 40 Mrd. Euro im Jahr 2013.²⁹⁷ Die Aktien des Konzerns werden an allen deutschen Börsenplätzen gehandelt und sind weltweit nahezu in allen wichtigen Börsenindizes, einschließlich des deutschen Leitindex DAX, vertreten.²⁹⁸ Zur Stärkung seines Gesundheitsgeschäftes übernahm die Bayer AG 2006 die Schering AG für ca.

²⁹⁶ Wie bereits beschrieben, deren Inhalt für den Kapitalmarkt neu ist (vgl. Kap.3.1.2)

²⁹⁷ Bayer AG (2015)

²⁹⁸ Bayer AG (2015)

16,9 Mrd. Euro.²⁹⁹ In diesem Zuge ermittelte Bayer „erhebliches Potenzial zur Hebung von Wachstums- und Kostensynergien“ in Höhe von jährlich 700 Mio. Euro ab dem dritten Jahr nach Abschluss der Transaktion.³⁰⁰

Die Bayer-Schering-Übernahme wurde aus verschiedenen Gründen als Praxisbeispiel ausgewählt. Zum ersten stellt sie eine in der Vergangenheit liegende und abgeschlossene M&A-Transaktion dar, die aufgrund ihres Volumens einen wesentlichen Einfluss auf Geschäftstätigkeit und Aktienkurs des zu untersuchenden Unternehmens ausübt. Zudem gibt es ein deutlich kommuniziertes Synergieversprechen. Aufgrund einer soliden Finanzierung hatte die Finanzkrise keine unmittelbaren Auswirkungen auf den Finanzstatus des Konzerns. Daher können krisenbedingt unverhältnismäßige Aktienkursreaktionen im Untersuchungszeitraum ausgeschlossen werden. Die Bayer AG hat sich im Transaktions- und Integrationszeitraum sogar stärker als das Marktumfeld entwickelt (vgl. Anhang 6). Da sowohl Bayer als auch Schering zu Übernahmezeiten über ein stabiles Investment-Grade-Rating verfügten, können starke bonitätsbedingte Kursschwankungen im Untersuchungszeitraum ebenfalls ausgeschlossen werden. Ein wesentlicher Grund für die Auswahl der Bayer-Schering-Übernahme liegt jedoch in der Verfügbarkeit der Informationen. Bayer stellt online sämtliche veröffentlichte Unternehmensmeldungen archiviert zur freien Verfügung. Der Online-Auftritt und der IR-Service des Konzerns wurden u.a. deswegen schon mehrfach ausgezeichnet. Weil die Schering-Übernahme in der Öffentlichkeit zudem als sehr erfolgreich angesehen wird, müsste eine entsprechende langfristige M&A-Kommunikation in jedem Fall vorliegen. Die Nutzung eines Positivbeispiels stellt also sicher, dass überhaupt auswertbare Meldungen vorliegen, die im Rahmen des Ansatzes untersucht werden können. Ein Positivbeispiel kann selbstverständlich auch negative M&A-Meldungen hervorbringen. Wesentlich ist vor allem die IR-Kommunikation im Zeitraum zwischen dem Synergieversprechen und der Realisierung oder Verwerfung. In dieser Periode kann eine Übernahme zunächst weder als positiv, noch als negativ eingestuft werden.

²⁹⁹ Bayer AG (2006d)

³⁰⁰ Bayer AG (2006c)

4.2 Operationalisierung

Im Folgenden wird die Bayer-Schering-Übernahme mithilfe des entwickelten Ansatzes untersucht. Der Ablauf der Untersuchung orientiert sich an Abb. 14.

4.2.1 Bildung der Grundgesamtheit

Wie in Kap. 3.1.1 beschrieben, müssen zunächst sämtliche Primärmeldungen und Störereignisse des Unternehmens im Untersuchungszeitraum erfasst werden. Dieser wird aufgrund einer ersten öffentlichen Mitteilung am 23. März 2006 zur Absicht der Übernahme von Schering,³⁰⁵ von Anfang März 2006 bis Ende Dezember 2010 festgelegt. Die Dauer von 58 Monaten gewährleistet, dass kommunizierte Synergiepotenziale in jedem Fall hätten realisiert werden können und sämtliche M&A-Meldungen erfasst werden. Der Investor-Relations-Bereich der Bayer-Webseite ermöglicht eine systematische Erfassung von Meldungen und Ereignissen, die chronologisch nach verschiedenen Meldungskategorien sortiert sind. Mit folgenden Elementen müssten alle wesentlichen primären Unternehmensmeldungen und -ereignisse abgedeckt sein, die von der Bayer AG ausgehen und einen bewertungsrelevanten Einfluss auf das Unternehmen bzw. seinen Aktienkurs haben (vgl. Tab. 15).

Anzahl der Elemente	Ad-hoc Mitteilungen	IR-News	Regelpub. (GB, QB, Nachhaltigkeit)	Termine (HV- & Dividende)	Investor Handouts	Präsentationen	Anleihe-News	Rating-änderungen	Anleihe-emissionen	ges.
ab März 2006	12	77	4	2	4	4	6	1	4	114
2007	1	84	4	2	4	7	0	1	5	108
2008	1	68	5	2	5	10	0	2	3	96
2009	1	59	5	2	4	16	1	0	1	89
2010	2	46	5	2	3	15	0	0	1	74
ges.	17	334	23	10	20	52	7	4	14	481

Tab. 15: Bayer-Schering: Herkunft der Elemente der GG³⁰⁶

Neben diesen Elementen der GG wurden online keine weiteren Informationen der IR über die Schering-Übernahme im Untersuchungszeitraum gefunden. Von den insgesamt 481 Elementen der GG können nur die aktiv kommunizierten Meldungen untersucht werden. Alle anderen Elemente gelten als Störereignisse (z.B. HV-Termine, Ratingänderungen). Anschließend werden alle 481 Elemente chronologisch in eine Tabelle überführt. Dabei werden Erscheinungsdaten, Ar-

³⁰⁵ Bayer AG (2006c)

³⁰⁶ Für ergänzende Informationen vgl. Anhang 7

ten der Nachrichten, Überschriften, stichpunktartige Inhaltsbeschreibungen und explizierte Bezüge zur Schering-Übernahme erfasst (vgl. Tab. 16).

Ereignis-NR	Datum:	Art der Nachricht	Inhalte:	expl. Bezug Schering-Übernahm	Überschrift:
1	01.03.2006	Ad-hoc	Veröffentlichung von internen Planzahlen	nein	Bayer nimmt Stellung zu Bericht in „Capital“
2	01.03.2006	IR-News	Veröffentlichung von internen Planzahlen	nein	Bayer nimmt Stellung zu Bericht in „Capital“
3	02.03.2006	IR-News	angemessene Dividende	nein	Bayer erhöht Dividende auf 0,95 Euro
4	06.03.2006	IR-News	Bilanz-Pressekonferenz	nein	Wenning: 2005 war ein sehr erfolgreiches Jahr
5	06.03.2006	Regelpub.	GB 2005	nein	Bayer-Geschäftsbericht 2005
6	10.03.2006	Präsent.	Fachinformationen 100 %ige Tochtergesellschaft Dritte BV GmbH als Übernehmer; Prämie 39%	nein	Präsentation von Dr. Rüdiger Scheitza, Mitglied des Vorstands der Bayer CropScience AG, Credit Suisse Agro Conference, London
7	23.03.2006	Ad-hoc		ja	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gemäß § 10 Abs. 1 WpÜG

Tab. 16: Bayer-Schering: Auflistung der GG (Auszug)

Ein expliziter Bezug zur Übernahme besteht, wenn der Begriff „Schering“ genannt wird oder von einer „Übernahme“ oder „Transaktion“ gesprochen wird, mit der eindeutig die Schering-Übernahme gemeint ist. Bei längeren Meldungstexten wurde die Suchfunktion des Internetbrowsers Firefox unter Verwendung der genannten Begriffe genutzt, um entsprechende Textstellen zu identifizieren.

4.2.2 Gruppierung der Grundgesamtheit

Alle Elemente der GG wurden anschließend, entsprechend ihres Kernthemas, verschiedenen Gruppen zugeteilt und hinsichtlich Einzel- und Paketmeldungen unterschieden (vgl. Kap. 3.1.2). Jeweilige Gruppenkategorien, Beschreibungen, Entscheidungskriterien und Textbeispiele können dem Codierbuch (vgl. Anhang 8) entnommen werden. Das Codierbuch wurde so angelegt, dass unterschiedliche Codierer unter Beachtung der gegebenen Kriterien möglichst gleiche Ergebnisse bei der Zuordnung der GG erzielen können. Theoriegeleitete Gruppen wurden zunächst mithilfe der von Täubert genannten Kategorien erstellt.³⁰⁷ Anschließend wurden beim Durcharbeiten der 481 Elemente neue benötigte Gruppen hinzugefügt oder ungeeignete gestrichen, sodass insgesamt 15 Gruppen für eine konkrete Anwendung übrig blieben. Alle 481 Unternehmensmeldungen und -ereignisse wurden außerdem in die Überkategorien „expliziter Bezug zur Schering-Übernahme“ (A) und „kein expliziter Bezug zur Schering-Übernahme“ (B) eingeteilt (vgl. Tab. 17).

³⁰⁷ Täubert (1998, pp. 250–251); Die Gruppen wurden zum Teil zusammengefasst, da Täubert diese für die hier vorgenommene Anwendung zu feingliedrig differenziert.

Ereignis- NR	Datum:	Art der Nachricht	Überschrift:	Kategorie	Paket- meldun
2	01.03.2006	IR-News	Bayer nimmt Stellung zu Bericht in „Capital“	B19	nein
3	02.03.2006	IR-News	Bayer erhöht Dividende auf 0,95 Euro	B10	ja
4	06.03.2006	IR-News	Wenning: 2005 war ein sehr erfolgreiches Jahr für Bayer	B06	ja
5	06.03.2006	Regelpub.	Bayer-Geschäftsbericht 2005	B06	ja
6	10.03.2006	Präsent.	Präsentation von Dr. Rüdiger Scheitza, Mitglied des Vorstands der Bayer CropScience AG, Credit Suisse Agro Conference, London	B16	ja
7	23.03.2006	Ad-hoc	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots gemäß § 10 Abs. 1 WpÜG	A12	nein

Tab. 17: Bayer-Schering: Auflistung der GG nach Gruppierung (Auszug)

Damit die Verhältnismäßigkeit von Reaktionen auf M&A-Meldungen beurteilt werden kann, werden diese mit anderen Gruppen von Unternehmensmeldungen verglichen. Da dies keine empirische Arbeit ist, sondern es um die Entwicklung eines methodischen Ansatzes geht, werden als Anwendungsbeispiele neben den M&A-Meldungen nur zwei weitere Gruppen betrachtet. Die Produktmeldungen der Bayer AG (Gruppe B01) enthalten zumeist Meldungen über die Entwicklung, Zulassung und Absetzung von Medikamenten und Wirkstoffen (vgl. Anhang 8). Sie werden als Vergleichsgruppe herangezogen, weil sie häufig eindeutig positive oder negative Aussagen beinhalten, sie trennscharf als Produktmeldungen zu gruppieren sind und relativ viele Einzelmeldungen im Untersuchungszeitraum vorliegen (vgl. Tab. 18). Des Weiteren werden Meldungen über Produktions-, Investitions- und Desinvestitionsgeschehnisse (Gruppe B02) in den Vergleich mit den M&A-Meldungen einbezogen. Diese enthalten zumeist Meldungen über den Aus- und Abbau von Produktionsstätten, die Finanzierung von Investitionen, die Schließung von Produktionsanlagen, den Kauf und Verkauf einzelner Produktlinien sowie Ausfälle der Produktion. Die Gruppe der Produktionsmeldungen scheint als Vergleich sinnvoll, weil sie aufgrund ihrer strategischen Relevanz und langfristigen Wirkung große Gemeinsamkeiten mit den M&A-Meldungen aufweist. Die M&A-Meldungen mit Bezug zur Schering-Übernahme (Gruppe A12) beziehen sich auf den Integrationsprozess- und Fortschritt, die Synergien, die Absichten der beteiligten Unternehmen, die Finanzierung der Transaktion sowie auf M&A-bedingte Personalangelegenheiten oder Organisationsanpassungen (vgl. Anhang 8).

Die folgende Abbildung fasst die Ergebnisse der Gruppierung zusammen (vgl. Tab. 18). Etwa ein Fünftel der Unternehmensmeldungen und -ereignisse im Untersuchungszeitraum März 2006 bis Dezember 2010 weisen einen Bezug zur

Schering-Übernahme auf. Produktmeldungen dominieren aufgrund ihrer Anzahl die IR-Kommunikation deutlich. Doch auch die 48 M&A-Meldungen mit Schering-Bezug steuern einen großen Anteil bei. Feststellbar ist außerdem, dass die IR überwiegend Einzelmeldungen veröffentlicht.

Einzelmeldungen	347															
		Produkte (Meldung)	Produktion, Investition, Desinvestition (Meldung)	Personal (Meldung)	Organisation und Mitarbeiter (Meldung)	Kooperationen, Lizenzen, Verträge (Meldung)	Regelpublikationen (Paketmeldungen)	Dividendenausschüttung (Störereignis)	Dividendenmeldung (Meldung)	Finanzierung/Finanztitel (Meldung)	M&A (Meldung)	Recht- und Patentstreitigkeiten (Meldung)	Rating (Störereignis)	Marktentwicklungen (Meldung)	Präsentationen und Konferenzen (Störereignis)	Sonstiges (Meldung)
Paketmeldungen	134															
Summe	481															

Gruppierungscode	1	2	3	4	5	6	9	10	11	12	13	14	15	16	19	Anzahl
A (Bezug auf Schering)	-	-	-	-	-	41	-	-	-	48	-	-	-	13	2	104
B (kein Bezug)	151	23	10	6	27	36	5	5	21	27	9	4	8	39	6	377
																481

Tab. 18: Gruppenhäufigkeiten (Anzahl Meldungen/Störereignisse)³⁰⁸

Da die zu untersuchenden Einzelmeldungen der Gruppe A12 nur im Zeitraum 2006 bis 2008 vorkommen, werden auch nur Meldungen der Gruppen B01 und B02 im entsprechenden Zeitraum berücksichtigt, um die Vergleichbarkeit der Aktienkursreaktionen zu gewährleisten. Den Abgleich mit Sekundärquellen, als nächsten Schritt des Ansatzes, werden lediglich Meldungen der Gruppen A12, B01 und B02 durchlaufen, sofern sie keine Paketmeldungen sind und an ihrem Veröffentlichungstag keine weiteren primären Einzelmeldungen, Paketmeldungen oder Störereignisse vorlagen.

4.2.3 Abgleich mit Sekundärquellen

Analog dem in Kap. 3.1.3 beschriebenen Vorgehen, wurden die zu untersuchenden Einzelmeldungen der Gruppen A12, B01 und B02 durch den Abgleich mit Datenbanken auf die Veröffentlichung externer Meldungen am Ereignistag überprüft. Aufgrund ihrer Verfügbarkeit und den in Tab. 10 beschriebenen Ausprägungen wurden die Datenbanken WISO, Nexis und Finanzen.net zum Abgleich der externen bzw. sekundären Quellen herangezogen. Um festzustellen, ob die primären IR-Meldungen wirklich neu für den Kapitalmarkt waren, wurden die zwei Handelstage vor jedem Ereignistag mit berücksichtigt. So konnten Sekundärmeldungen identifiziert werden, die entsprechende Meldungen vor dem Unternehmen veröffentlichten. Ein längerer Vorlaufzeitraum wurde nicht ge-

³⁰⁸ Die Gruppen 7-8 und 17-18 wurden wegen fehlender Meldungen nicht belegt. Störereignisse können Paket- oder auch Einzelmeldungen sein (vgl. Anhang 8)

wählt, da ein stichprobenartiger Vortest ergab, dass Meldungen von verschiedenen Quellen i.d.R. nicht mit einem größeren Zeitversatz von mehr als ein bis zwei Tagen veröffentlicht wurden. Im Rahmen einer empirischen Untersuchung sollte dieser Zeitraum verlängert werden, um eine höhere Prüfsicherheit zu erlangen.

Der Anhang 9 zeigt das Beispiel, wie die M&A-Meldung der Übernahmeabsicht von Bayer am 23.03.2006 in WISO überprüft wurde. Als Suchbegriff (a) wurde nur „Bayer“, ohne „AG“ verwendet, weil dieser zwangsläufig in jeder Meldung über die Schering-Übernahme vorkommen musste, auch wenn beispielsweise vom „Bayer-Konzern“ berichtet wurde.³⁰⁹ Dadurch wurden zwar auch etliche Meldungen über den Fußballverein „Bayer Leverkusen“ gefunden, aber keine Meldungen von der Suche ausgegrenzt. Der Betrachtungszeitraum (b) wurde zusätzlich zum Ereignistag um die beiden vorangegangenen Handelstage ergänzt. In WISO wurden aufgrund ihrer Bekanntheit und Publikumswirkung die benutzerdefinierten Quellen (c) Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Die Welt, Berliner Morgenpost, Spiegel online, Frankfurter Neue Presse, Die Tageszeitung, Wirtschaftswoche, Focus-Money, Euro am Sonntag und M&A-Review ausgewählt. Im Beispiel wurden so 36 Sekundärmeldungen im Betrachtungszeitraum gefunden, die anschließend zur Validierung der zu untersuchenden primären IR-Meldung herangezogen wurden. Die IR-Meldung wurde aussortiert, falls ihr Inhalt schon vorher von sekundären Quellen veröffentlicht worden war oder inhaltlich verschiedene Sekundärmeldungen am Ereignistag vorlagen.



Abb. 15: Abgleich der Sekundärquellen mit Finanzen.net (Auszug)³¹⁰

³⁰⁹ Die Hinweise (a) bis (c) sind in Anlage 9 zu finden

³¹⁰ Finanzen.net (2015); Die Markierungen a und b wurden vom Autor hinzugefügt

Bei der Suche nach Sekundärmeldungen mit Finanzen.net konnten keine erweiterten Suchfunktionen genutzt werden (vgl. Abb. 15). Daher musste jeder Tag des Betrachtungszeitraumes einzeln und unter Angabe des Suchbegriffes „Bayer“ ermittelt werden (a). Im Beispiel wurden zwei Meldungen am Ereignis-tag gefunden, die jedoch denselben Inhalt aufwiesen (b). Die Datenbank Nexis weist, vor allem aufgrund ihrer zahlreichen internationalen Quellen, 206 Sekundärmeldungen im Zeitraum vom 21. bis 23. März 2006 auf (vgl. Anhang 10). Hier wurden die Suchbegriffe „Bayer“ und „Schering“ verwendet sowie eine Duplikats-Analyse hinzugeschaltet, um die Anzahl von weit über 1000 gefundenen Meldungen zu reduzieren. Wegen der Vielzahl an Sekundärmeldungen konnten hier nur Überschriften sowie Signal- und Schlagwörter ausgewertet werden, um frühere oder inhaltsunterschiedliche Meldungen zu identifizieren.

481 Elemente der GG: IR-Meldungen und Störereignisse (März 2006 bis Ende 2010)

- 100 Störereignisse (Dividenden- & HV-Termine, Ratingänderungen, Emissionen usw.)
- 57 Paketmeldungen (die nicht schon in Störereignissen enthalten sind)
- 102 Einzelmeldungen, deren Gruppen nicht betrachtet werden (alle außer A12, B01, B02)

222

davon 48 potenziell untersuchbare M&A-Meldungen mit Bezug zur Scheringübernahme (A12)

- 9 Meldungen, an denen andere Einzelmeldungen am Untersuchungstag vorlagen
- 16 weil Meldung ohne neuen Inhalt oder Meldung über ein Störereignis
- 6 durch Sekundärabgleich oder sonstige Gründe
- 3 doppelte und inhaltsgleiche Meldungen

14 untersuchbare M&A-Meldungen

davon 151 potenziell untersuchbare Produktmeldungen (B01)

- 98 Meldungen, die nicht im Zeitraum der zu untersuchenden M&A-Meldungen veröffentlicht wurden
- 7 Meldungen, an denen andere Einzelmeldungen am Untersuchungstag vorlagen
- 1 weil Meldung ohne neuen Inhalt
- 38 durch Sekundärabgleich

7 untersuchbare Produktmeldungen

davon 23 potenziell untersuchbare Produktions/ Investitionsmeldungen (B02)

- 9 Meldungen, die nicht im Zeitraum der zu untersuchenden M&A-Meldungen veröffentlicht wurden
- 6 Meldungen, an denen andere Einzelmeldungen am Untersuchungstag vorlagen
- 2 durch Sekundärabgleich

6 untersuchbare Produktions/ Investitionsmeldungen

Abb. 16: Bildungsverlauf der Stichproben (Anzahl der Meldungen)

Wie aus Abb. 16 ersichtlich, wurde die Anzahl der potenziell zu untersuchenden Meldungen der GG stark reduziert. Von den ursprünglich 481 Elementen der GG blieben 222 Meldungen der Meldungsgruppen A12, B01 und B02 übrig. Nach Abzug der doppelten und nicht-neuen Meldungen sowie nach einer genaueren Eingrenzung des Untersuchungszeitraumes³¹¹ und dem Sekundärabgleich, stehen für eine weitere Untersuchung 14 M&A-Meldungen, 7 Produkt-

³¹¹ Die genauere Eingrenzung des Untersuchungszeitraumes resultiert aus den zu untersuchenden M&A-Meldungen, die nur im Zeitraum 2006 bis 2008 vorliegen (vgl. Kap. 4.2.2)

meldungen und 6 Produktions- und Investitionsmeldungen zur Verfügung (vgl. Anhang 14).

4.2.4 Ermittlung des Handlungsanreizes

Die insgesamt 27 IR-Meldungen, die im Veröffentlichungszeitraum 23. März 2006 bis 14. November 2008 anfielen, wurden nun mithilfe der Inhaltsanalyse hinsichtlich ihres vermuteten Handlungsanreizes auf die Investoren kategorisiert. Die methodische Vorgehensweise folgt dem Kapitel 3.2. Im Folgenden wird der Ablauf der evaluativen Kategorisierung anhand einer Beispielmeldung exemplarisch dargestellt, um die Art und Weise der Entscheidungsfindung und die konkrete Anwendung des Codierbuches (vgl. Tab. 13) zu verdeutlichen. Dem Anhang 11 ist dazu das angepasste Codierbuch zu entnehmen. Die exemplarische M&A-Meldung (A12) mit dem Titel „Bayer will Schering übernehmen und bietet den Aktionären 86 Euro pro Aktie“ wurde am 23. März 2006 veröffentlicht (vgl. Anhang 12). Sie wurde ausgewählt, weil sie sehr ausführlich ist und zahlreiche zu kategorisierende Aspekte aufweist.

Zu Beginn der Kategorisierung wurde die Meldung vollständig durchgelesen und dabei positive und negative Schlag- und Signalwörter im Sinne des Hilfskriteriums Darstellung markiert. Durch Kennzeichnung mit einem Plus oder Minus sollte so zunächst ein Gesamteindruck der Meldung hinsichtlich positiver oder negativer Tendenzen gewonnen werden. Im Beispiel konnten 95 positive und lediglich drei negative Elemente identifiziert werden. Zwei der negativen Elemente bezogen sich auf die Trennung von Geschäftsfeldern, die nicht den Kernkompetenzen von Bayer entsprachen. Demnach können sie trotz ihrer Formulierung einer positiven Bedeutung zugeordnet werden. Im Rahmen des Hilfskriteriums Verständlichkeit wurde der Text bezüglich des Eingehens auf die W-Fragen (wer, was, wie, wieso, wann, wo), der Formulierungen und Aufzählungen von Gründen und Folgen untersucht. Dabei wurde festgestellt, dass tendenziell zwar überschwängliche Beschreibungen genutzt wurden, die Sätze aber verständlich formuliert waren. Die Meldung enthielt eine kurze und aussagefähige Überschrift sowie eine knappe Zusammenfassung der wichtigsten Inhalte. Die W-Fragen wurden beantwortet und mehrere Begründungen sowie Erwartungen und Folgen der Übernahme kommuniziert. Nach Zusammenfassung der Hilfskriterien kann die Meldung aufgrund ihrer Darstellung und Form

zunächst den positiven Kategorien zugeordnet werden. Nach dem Kriterium Meldungsart beinhaltet die Meldung sowohl konkrete Hard- als auch Softfacts. Als Hardfacts werden z.B. die Mitteilung des Transaktionswertes (16,3 Mrd. EUR), die Restrukturierungskosten i.H.v. einer Mrd. EUR, die Zustimmung der Übernahme durch den Schering-Vorstand, das Vorrücken auf Platz 12 der internationalen Healthcare-Rangliste, die genannte Zusammensetzung des künftigen Produktportfolios sowie die bereits sichergestellte Übernahmefinanzierung eingestuft. Softfacts sind u.a. die Einstufung der Übernahme als richtigen, wertschaffenden und überzeugenden Schritt, die steigende Geltung Deutschlands als Pharma-Standort, die spürbare Auswirkung der verbesserten Ertragskraft auf das Gesamtunternehmen, der Beweis der Integrationskompetenz aufgrund zurückliegender Transaktionen sowie eine Verbesserung der Forschungs- und Entwicklungsplattform aufgrund der Zusammenführung. Da beide Meldungsarten vorlagen, die mit Ausnahme der Angabe der Restrukturierungskosten sowie des Kaufpreises ausschließlich klar positiv ausgeprägt waren, wurde die Kategorie +2 anvisiert. Die einmaligen Restrukturierungskosten und der Kaufpreis können aufgrund fehlender Vergleichbarkeit nicht als wenig oder viel bzw. positiv oder negativ eingestuft werden. Dass solche Kosten anfallen, dürfte jedoch nicht überraschend sein. Aufgrund der ebenfalls kommunizierten Synergieerwartungen, würden sich diese Kosten jedoch relativ schnell amortisieren. Daher wird ihrer Angabe kein wesentlicher negativer Einfluss beigemessen. Die Kategorie +1 kommt nicht in Frage, weil neben positiven Softfacts auch positive Hardfacts kommuniziert wurden. Die Kategorie +3 wird nicht gewählt, weil die Hardfacts keine absolut außergewöhnlichen Aussagen treffen.

Der Meldung sind ausschließlich positive Hinweise über die zukünftige Wertentwicklung des Unternehmens zu entnehmen. Beispielsweise wird von großem Wachstumspotenzial, der Wertschaffung für Aktionäre, erheblichem Ausbau der Ertragskraft, erheblichem Synergiepotenzial von 700 Mio. EUR jährlich, einem zukünftigen Wachstum mindestens auf Marktniveau, überproportional wachsenden Geschäftsfeldern, Produkten mit Blockbuster-Potenzial, strategischer Sinnhaftigkeit und weltweit führenden Top-Positionen gesprochen. Aufgrund des Hintergrundwissens des Codierers wird die Wahrscheinlichkeit der Übernahme durch das Auftreten von Bayer als „weißem Ritter“ zum damaligen Zeit-

punkt als relativ hoch eingeschätzt.³¹² Zudem unterstützt der Schering-Vorstand die Transaktion, um der feindlichen Übernahme durch die Merck KGaA zu entgehen. Durch die mehrfach betonte hohe strategische Bedeutung sowie die hohen Wertentwicklungen, auch aufgrund der ermittelten Synergiepotenziale, wird das Kriterium mit +3 bewertet. Die Ankündigung, dass Bayer durch die Übernahme zu einer internationalen Top-Position aufsteigt und zudem über überdurchschnittliche Entwicklungspotenziale verfügt, führt zur Zusammenfassung der Meldungsart (+2) und der Wertenwicklung (+3) zu einer Basisbewertung von insgesamt +3. Diese Entscheidung wird dadurch unterstützt, dass die Beispielmeldung im Verhältnis zu den weiteren untersuchten Meldungen einen Extrempunkt darstellt. In keiner anderen Meldung wurde derart optimistisch, detailliert und erfolgsankündigend berichtet. Sie hebt sich also deutlich von den übrigen Meldungen ab.

Mittels des Bonus-Malus-Systems kann die erfolgte Basiseinschätzung hinsichtlich der vorherigen Erwartungen der Investoren adjustiert werden. Da die Beispielmeldung die erste öffentliche Äußerung seitens Bayer hinsichtlich einer möglichen Übernahme von Schering war, kann davon ausgegangen werden, dass die Meldung nicht erwartet wurde. Davon ausgeschlossen sind Insidergeschäfte und Antizipationshandel, die aufgrund von Äußerungen der BaFin wahrscheinlich sogar vorlagen.³¹³ Weil mit Ausnahme einiger weniger Marktteilnehmer keine konkreten Erwartungen bezüglich der Meldung bestanden, sie im Gegenteil eher überraschend kam, wird keine Adjustierung der Basiseinschätzung vorgenommen. Die Meldung wird demnach mit dem Gesamtenor +3 bewertet.

Kategorien	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Summe
A12	0	1	1	7	3	1	1	14
B01	0	3	0	1	1	2	0	7
B02	0	0	1	2	3	0	0	6
Summe	0	4	2	10	7	3	1	27

Tab. 19: Bayer-Schering: Häufigkeiten zugeteilter Kategorien

³¹² Ein weißer Ritter hilft einem Unternehmen, dem eine feindliche Übernahme droht. Entweder indem er als besser geeigneter Käufer das Unternehmen übernimmt oder Aktienpakete an der Börse kauft, um durch den Kursanstieg eine feindliche Übernahme unattraktiver zu gestalten: Jansen (2008, p. 119)

³¹³ ("BaFin vermutet Insiderhandel bei der Schering-Übernahme," 2006, p. 13)

Anhand der vorgestellten Vorgehensweise wurden alle 27 IR-Meldungen kategorisiert (vgl. Anhang 14). Eine Zusammenfassung der Ergebnisse liefert Tab. 19.

4.2.5 Aktivitätsmessung

Für die Aktivitätsmessung wurden tagesbasierte Xetra-Kurse in Euro vom Finanzinformationsdienst Bloomberg genutzt. Historische Aktienkurse werden jedoch auch online von der IR-Abteilung der Bayer AG zur Verfügung gestellt.³¹⁴ Da Ereignisstudien für die Marktbereinigung von Renditen i.d.R. auf Markt-, anstatt Branchenindizes sowie auf Performance-, anstatt auf Kursindices zurückgreifen,³¹⁵ wurde der DAX als Substitut für das Marktportfolio herangezogen.³¹⁶ Dieser korreliert mit der Entwicklung der Bayer Aktie (vgl. Anhang 6) und wird u.a. auch vom Unternehmen als Referenzgröße herangezogen.³¹⁷

Wie im Kapitel 3.3.1 und 3.3.2 beschrieben, wurden die Kennzahlen marktberreinigte Tagesrendite, marktberreinigtes Handelsvolumen, Spannweite der Höchst- und Tiefstkurse, IST-Standardabweichung und geschätzte Volatilität (mittels EWMA-Modell) berechnet. Wegen dem im Kapitel 3.3.3 beschriebenen Problem, dass der Volatilitätsansatz Reaktionen auf Meldungen nicht wahrnehmen kann, wenn am Vortag aufgrund anderer Ursachen ein ähnliches Renditeniveau herrscht, wurden entsprechende Fälle markiert und einer genaueren Betrachtung unterzogen. Diese Sonderfälle liegen vor, wenn am Ereignistag marktberreinite Renditen von über 0,5% oder unter -0,5% auftreten und die Vortagsrendite nicht weniger als 0,5% von der Tagesrendite abweicht.³¹⁸ So wird sichergestellt, dass nur wesentliche Aktivitäten (0,5% stärker oder schwächer als der Markt) als Sonderfälle betrachtet werden (vgl. Tab. 20).³¹⁹

³¹⁴ Bayer AG (2014a)

³¹⁵ Pauser (2007, pp. 89–90); Lenhard (2009, p. 143); Sturm (2007, p. 58)

³¹⁶ Auch Täubert nutzt DAX-Kurse für die Marktbereinigung: Täubert (1998, p. 191)

³¹⁷ Bayer AG (2014b)

³¹⁸ Die Definition der Sonderfälle wurde vom Autor vorgenommen, um die kritischsten Fälle zu identifizieren. Je nach Zielsetzung der Untersuchung können auch andere Kriterien herangezogen bzw. die Renditegrenzen herab oder herauf gesetzt werden.

³¹⁹ Die Wesentlichkeitsschwelle von 0,5% wurde vom Autor festgelegt. Ziel ist es aufzuzeigen, dass es zu solchen Sonderfällen kommen kann. Ab welcher prozentualen Schwelle diese eintreten, ist im Sinne dieser Arbeit zunächst zweitrangig.

Datum	bereinigte Tagesrendite		
06.04.2006	0,399%	kein Sonderfall:	Die Rendite am Ereignistag ist nicht wesentlich.
05.04.2006	0,193%		Trotz einer ebenfalls negativen Vortagsrendite besteht eine
29.03.2006	-3,808%	kein Sonderfall:	große Differenz zum Ereignistag.
28.03.2006	-1,348%		
23.03.2006	2,348%	Sonderfall:	Die Rendite am Ereignistag ist wesentlich und liegt nahe an der
22.03.2006	2,018%		Rendite des Vortages. Der Ansatz wird keine wesentliche Aktivität
21.03.2006	-0,576%		aufgrund einer geänderten Volatilität feststellen können.

Tab. 20: Beispiel zur Identifizierung von Sonderfällen der Volatilitätsmessung

Durch das Vorgehen konnten drei der 27 Meldungen als Sonderfälle markiert werden. Dabei wurde ein weiterer Ereignistag identifiziert, der durch eine starke negative Reaktion am Vortag beeinträchtigt sein könnte. Die genannten Fälle werden im Zuge der Ergebnisvorstellung näher betrachtet.

4.3 Ergebnisse

Die Ergebnisse dieser Arbeit werden aufgrund deutlich zu kleiner Stichproben nicht auf eine empirische Signifikanz überprüft. Durch den in Abb. 14 zusammengefassten Ablauf des Ansatzes wurden zu viele IR-Meldungen der GG aussortiert, als dass ein aussagefähiger Ausschnitt der Grundpopulation übrig bliebe. Wie Tab. 19 zeigt, weisen manche Untergruppen bzw. Stichproben nur eine einzelne Beobachtung auf (z.B. A12, -2). Dadurch sind auch die Voraussetzungen für eine Varianzanalyse nicht gegeben (vgl. Kap. 3.4). Das Ziel der Arbeit ist ohnehin nicht, empirische Ergebnisse zu präsentieren, sondern einen neuen Ansatz zur Analyse von Aktienkursreaktionen auf Finanzkommunikation zu entwerfen. Die Ergebnisse der qualitativen und qualitativ-quantitativen Fragestellungen aus Kapitel 3.4 werden im Folgenden, chronologisch vorgehend, erläutert.

Frage 1: Welche Elemente kamen in der GG wann und wie häufig vor?

Wie in Abb. 17 zu erkennen ist, wurden Einzelmeldungen der Schering-Übernahme hauptsächlich innerhalb des ersten Jahres nach Ankündigung der Transaktion veröffentlicht. Mit insgesamt 47 Meldungen machen sie einen großen Anteil der Einzelmeldungen der ersten 17 Monate aus.

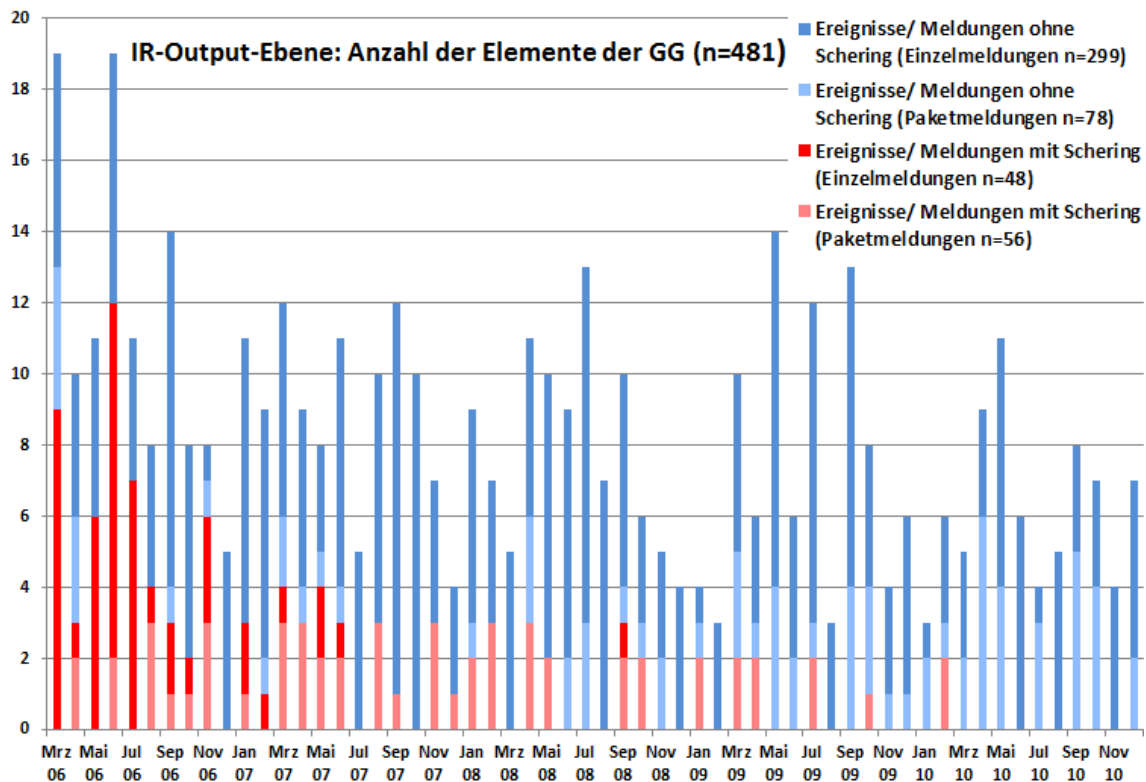


Abb. 17: Übersicht von Paket- und Einzelmeldungen im Zeitverlauf

Die Paketmeldungen mit Bezug zur Schering-Übernahme, die auch Regelpublikationen beinhalten, blieben bis in das Jahr 2010 hinein relativ konstant. Die Abbildung zeigt, dass die IR-Abteilung der Bayer AG sogar über den angekündigten Zeitpunkt hinaus berichtete, an dem die Synergien realisiert werden sollten (vgl. Kap. 4.1).

Frage 2: Gibt es eine konkrete Kommunikation des M&A-Status? Werden die Anforderungen an eine effiziente Finanzkommunikation erfüllt?

Konkret wird auf den Stand der Integration hauptsächlich in den Regelpublikationen und in Präsentationen hingewiesen. So enthalten alle Quartals- und Geschäftsberichte zwischen dem ersten Quartal 2006 bis zum Geschäftsbericht 2009 Informationen zum Stand der Schering-Integration. In den ersten Berichten wird regelmäßig und explizit das Synergieversprechen bestätigt, wie beispielsweise ein Auszug aus dem Zwischenbericht zum 30. September 2006 zeigt: „Die Integration von Schering kommt gut voran. [...] Das genannte Synergieziel von jährlichen Einsparungen in Höhe von 700 Mio. €, die wir in vollem Umfang ab dem Jahr 2009 realisieren wollen, können wir bekräftigen.“³²⁰ Ab dem dritten Quartalsbericht 2007 wird von einem Teil „bereits realisierter Sy-

³²⁰ Bayer AG (2006a, p. 6)

nergien“ gesprochen.³²¹ Im Geschäftsbericht 2008 wird das Synergieversprechen dann vollständig bestätigt. Dort wird erstmals der Begriff „die realisierten Synergien“ verwendet.³²² In einer IR-Meldung zur Investorenkonferenz am 19. Juni 2007 wird neben der Bekanntgabe, dass die Integration schneller voranschreitet als geplant, sogar das Synergieversprechen ausgeweitet: „Wir sind zuversichtlich, Synergieeffekte von über 800 Millionen Euro statt der bisher geplanten 700 Millionen bis zum Jahr 2009 zu erreichen. Zudem erwarten wir, dass 80 Prozent der Synergien bereits Ende 2008 erreicht werden.“³²³ Der Status der Integration wurde demnach konkret kommuniziert. Da der konkrete Status jedoch größtenteils über Paketmeldungen direkt kommuniziert wurde, konnten Reaktionen im Sinne dieser Arbeit kaum gemessen werden. Für eine weiterführende Untersuchung blieben vor allem Meldungen, die nur indirekt auf den Erfolg der Schering Transaktion hinweisen (vgl. Gruppe A12 des Anhangs 14).³²⁴ Die regelmäßigen und umfassenden Informationen deuten auf eine angemessene Leistung der IR-Abteilung hin. Auch die im Rahmen der Kategorisierung untersuchten IR-Meldungen wiesen auf keine groben Missachtungen der Anforderungen hin. Als Beispiel für formale und inhaltliche Angemessenheit der IR-Meldungen kann Anhang 12 gesehen werden.

Frage 3: Werden bestimmte Meldungen nur als Paket- oder Einzelmeldung veröffentlicht?

Da in der relativ kleinen Stichprobe von insgesamt nur 27 Elementen, Einzelmeldungen der Kategorien von -2 bis +3 vertreten waren, kann daraus geschlossen werden, dass sowohl positive als auch negative Informationen als Einzelmeldungen veröffentlicht werden (vgl. Tab. 19). Zwar sind in der Stichprobe mehr positive (11 Stk.) als negative Meldungen (6 Stk.) sowie keine extrem negativen Meldungen enthalten, jedoch kann dies auch auf die eben geringe Stichprobengröße zurückgeführt werden. Auffällig wäre gewesen, wenn in der Stichprobe beispielsweise nur neutrale und positive Meldungen enthalten gewesen wären und negative Meldungen überwiegend in Paketmeldungen veröffentlicht worden wären. Da in den untersuchten Regelpublikationen (Paketmeldungen) keine relevanten negativen Aspekte mit Bezug zur Schering-

³²¹ Bayer AG (2007a, p. 10)

³²² Bayer AG (2009, p. 52)

³²³ Bayer AG (2007b)

³²⁴ Diese Meldungen werden im Folgenden als indirekte M&A-Meldungen bezeichnet

Übernahme genannt wurden, findet sich kein Hinweis darauf, dass die IR negative Nachrichten absichtlich mit positiven kombiniert, um potenzielle Aktienkursreaktionen zu glätten. Ein Muster ist an dieser Stelle vielleicht deshalb nicht zu erkennen, weil es im Zuge der erfolgreichen Integration von Schering wenig negative Entwicklungen gab. Hierzu wäre es sinnvoll einen Praxisfall mit negativer Integrationsentwicklung zu untersuchen. Dieser könnte ein differenziertes Publizitätsverhalten der IR aufweisen.

Frage 4: Der Kapitalmarkt ist sehr komplex und Effekte überlagern sich. Können Impulse einzelner Meldungen im Aktienkurs überhaupt nachvollzogen werden?

Durch das Forschungsdesign werden ausschließlich Handelstage untersucht, an denen die IR der Bayer AG nur eine Einzelmeldung veröffentlicht hat. Auch liegen an diesen Ereignistagen keine anderen Ereignisse des Unternehmens oder Meldungen sekundärer Quellen über das Unternehmen vor. Bleiben die beschriebenen Grenzen und Störvariablen (vgl. Kap. 3.3.3) unberücksichtigt, ergibt sich eine starke Kausalität zwischen verbleibender IR-Meldung und der Aktienkursreaktion. Zunächst zu eruieren ist daher, ob die verwendeten Kennzahlen Reaktionen erfassen können. Als Funktionstest soll dazu die Kategorie +3 der Gruppe „Alle“ exemplarisch betrachtet werden (vgl. Tab. 21).

Meldungen/ Reaktionen der Bayer-Aktie		Anzahl der Meldungen	durchschnittliche Differenz IST- und geschätzter Volatilität (in %)		durchschnittliche stetige Tagesrendite (in%)		durchschnittliches Handelsvolumen (Stk. in % des Jahresvolumen)		durchschnittliche Hoch- Tief-Spanne (in % des Schluss- kurses)
			Betrag der Differenz	Differenz	nicht-markt- bereinigt	markt- bereinigt	nicht-markt- bereinigt	markt- bereinigt	
A12 (M&A- Schering)	-2	1	0,2906	0,2906	-3,0383	-4,5281	0,8923	0,3798	5,0397
	-1	1	0,0621	-0,0621	0,4793	0,1863	0,2398	-0,0588	1,4943
	0	7	0,1428	-0,0208	-0,2731	-0,4759	0,3677	0,0197	2,4434
	+1	3	0,0292	0,0112	0,4776	0,5213	0,3814	-0,1497	1,9853
	+2	1	0,1228	-0,1228	-0,0306	-1,0254	0,4658	0,1486	1,7726
	+3	1	0,1581	0,1581	2,5975	2,3484	0,7473	0,2771	4,4656
	ges.	14	0,1229	0,0109	-0,0336	-0,3419	0,4331	0,0311	2,5594
B01 (Produkte)	-2	3	0,0375	-0,0129	-0,5143	-0,8766	0,4223	0,0483	2,0150
	0	1	0,0718	-0,0718	-0,7059	-1,4641	0,4011	0,0972	1,6759
	+1	1	0,2172	-0,2172	0,2057	0,0773	0,2971	-0,2290	1,7976
	+2	2	0,0472	-0,0472	-0,3031	0,7276	0,3703	0,0975	2,3188
	ges.	7	0,0708	-0,0603	-0,3785	-0,3659	0,3865	0,0297	2,0223
B02 (Produk- tion/ Investition)	-1	1	0,2636	-0,2636	5,8551	0,4425	1,0088	-0,0812	6,6435
	0	2	0,1187	0,1187	-0,2369	0,2428	0,2598	-0,0930	1,7175
	+1	3	0,2243	0,1081	-0,6293	-0,5674	0,2782	-0,0842	3,2448
	ges.	6	0,1956	0,0497	0,5822	-0,1291	0,3938	-0,0866	3,3021
Alle (A12, B01, B02)	-2	4	0,1008	0,0630	-1,1453	-1,7895	0,4319	0,1312	2,7712
	-1	2	0,1628	-0,1628	3,1672	0,3144	0,6243	-0,0700	4,0689
	0	10	0,1309	0,0020	-0,3091	-0,4310	0,3495	0,0049	2,2214
	+1	7	0,1397	0,0201	-0,0356	-0,0087	0,3251	-0,1330	2,4983
	+2	3	0,0724	-0,0724	-0,2123	0,1433	0,4021	0,1145	2,1368
	+3	1	0,1581	0,1581	2,5975	2,3484	0,7473	0,2771	4,4656
	ges.	27	0,1256	0,0010	0,0138	-0,3008	0,4123	0,0046	2,5852
Verteilungsmaße zur Beurteilung der Aktivitätskennzahlen (Datenbasis 2006 bis 2008)									
Mittelwert			0,1448	-0,0058	0,0204	0,0368	0,3942	0,0000	2,8488
Standardabweichung			0,1548	0,2117	2,0069	1,5476	0,2083	0,1464	1,9112
Maximum			1,1763	1,1763	10,8023	11,1088	1,8629	1,4462	20,8408
Oberes Quartil (75%)			0,1811	0,0939	1,0782	0,8230	0,4603	0,0463	3,2762
Median			0,0976	-0,0089	0,0227	-0,0661	0,3460	-0,0247	2,3285
Unteres Quartil (25%)			0,0464	-0,1006	-0,8607	-0,7506	0,2704	-0,0783	1,7320
Minimum			0,0003	-0,6665	-9,3054	-8,7916	0,0848	-0,3710	0,6452

Tab. 21: Ergebnistabelle: Kennzahlen der Meldungsgruppen

Die Kategorie +3 der Gruppe „Alle“ besteht lediglich aus einer einzelnen Meldung. Sie ist hinsichtlich ihres Handlungsanreizes als extrem positiv eingestuft worden und weist mit 4,5% eine wesentlich höhere Spanne als der Durchschnitt der Aktienkurse von Bayer mit 2,8% auf. Da sie sogar mehr als 1% über dem oberen Quartil liegt, ist eine verstärkte Aktivität festzustellen. Auch das Handelsvolumen liegt mit 0,28% deutlich über Mittelwert und oberem Quartil. Die marktbereinigte Rendite weist mit rund 2,35% ebenfalls eine deutlich stärkere Reaktion auf, als die durchschnittlichen Renditen im Jahre 2006 bis 2008, die bei 0,03% lagen. Da die Differenz zwischen IST- und geschätzter Volatilität mit

0,1581% positiv ist, lag die tatsächliche Tagesvolatilität über der vom EWMA-Modell vermuteten Volatilität. Die Kennzahlen der Volatilität befinden sich allgemein auf einem niedrigen Messniveau, weil es der betrachteten Einzeltagesrendite relativ schwer fällt, den 25-Tage-Durchschnitt der IST-Volatilitäts-Ermittlung zu bewegen (vgl. Kap. 3.3.1). Vergleicht man den Wert von 0,1581% jedoch mit den angegebenen Verteilungsmaßen, fällt auf, dass auch dieser auf eine verstärkte Aktivität am Ereignistag hinweist. Das Feld „Betrag der Differenz“ lässt im Vergleich allerdings keine auffällige Reaktion vermuten. In diesen Feldern wurden nur die Beträge der Differenzen, also keine positiven oder negativen Vorzeichen der Abweichungen beachtet. Dadurch soll verhindert werden, dass sich hohe Abweichungen der geschätzten Volatilität, die positiv oder negativ sein können, innerhalb der Stichproben kompensieren. Wie deutlich wird, fallen die Durchschnittswerte der mit Beträgen berechneten Volatilitäten auch deutlich höher aus. Das Feld „Differenz der Volatilität“ könnte die tatsächlichen Abweichungen aufgrund der Durchschnittsbildung also stark abgeschwächt darstellen. Jedoch geht durch die Verwendung von Beträgen die Information verloren, in welcher Richtung eine Abweichung von der geschätzten Volatilität besteht. Es ist also unklar, ob eine Stichprobe auffällig ist, weil sie mehr Aktivität aufweist als geschätzt, oder deutlich weniger. Die Kennzahl scheint daher für diese Arbeit nicht geeignet zu sein. Im Beispiel führt die Betrachtung der Betragsdifferenzen dazu, dass die Meldung der +3-Kategorie aufgrund veränderter Vergleichswerte nicht mehr als auffallend aktiv eingestuft werden würde. Sie weist dann, trotz ihrer von den anderen Kennzahlen bestätigten erhöhten Aktivität, kaum Unterschiede zu den weiteren Kategorien der Gruppe „Alle“ auf.

Im Zusammenhang mit der bereits erwähnten Problematik der Volatilitätsmessung werden exemplarisch drei der in Kapitel 4.2.5 identifizierten Sonderfälle vorgestellt. Im ersten Sonderfall, einer M&A-Meldung der Kategorie +3 vom 23. März 2006, liegt am Ereignistag (grüner Balken) eine marktbereinigte Tagesrendite von 2,3% vor (vgl. Abb. 18). Der Vortag der Ankündigung der Schering-Übernahme wies, obwohl an diesem Tag keinerlei Meldungen über das Unternehmen veröffentlicht wurden, eine Rendite von rund 2% auf. Diese Reaktion weist deutlich auf Insiderhandel hin, welcher Reaktionen des Ereignistages

vorwegnimmt.³²⁵ Ein Teil der Aktienkursreaktion kann deswegen am Ereignistag nicht gemessen werden. Die Differenz zwischen geschätzter und tatsächlicher Volatilität wäre ohne Beachtung des Vortages um 0,017% stärker ausgefallen (rote Markierung). Aufgrund der hohen Schwankungsintensität der Vortagsrenditen weicht die Volatilitätsdifferenz am Ereignistag trotzdem stark von Null ab und zeigt somit eine unerwartete, in diesem Fall erhöhte, Aktivität an.³²⁶

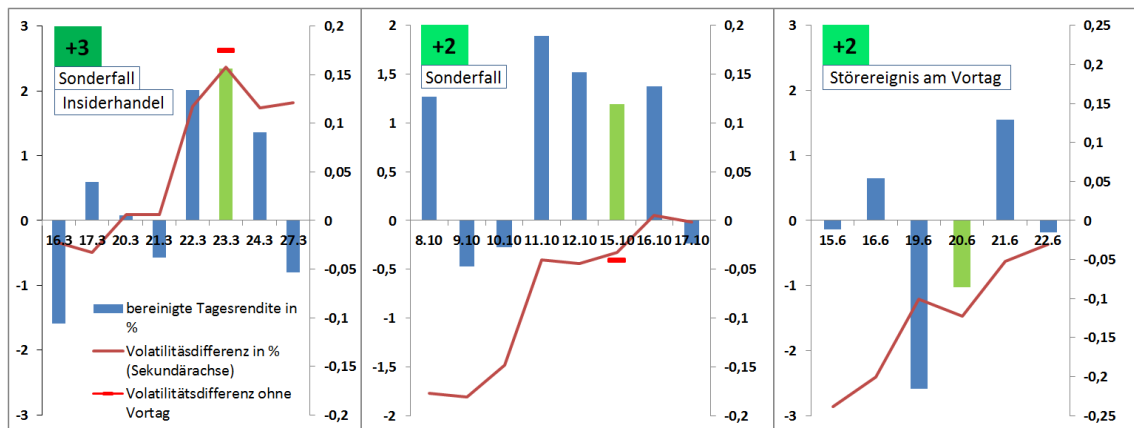


Abb. 18: Sonderfälle der Aktivitätsmessung mittels Volatilität

Im zweiten Beispiel, einer Produktmeldung der Kategorie +2 vom 15. Oktober 2007, ist am Ereignistag mit ca. 1,2 % ebenfalls eine deutlich über Marktniveau erhöhte Rendite festzustellen. Weil die beiden Vortagsrenditen aufgrund positiver Meldungen zu anderen Medikamenten des Unternehmens ebenfalls auf hohem Niveau lagen, weist die Volatilitätsdifferenz am Ereignistag auf keine verstärkte Aktivität hin. Die Meldung wäre also trotz einer starken Marktreaktion nicht vom Volatilitätsansatz erfasst worden. Die Bereinigung um den Vortag hätte in diesem Fall zu keiner veränderten Einschätzung der Volatilitätsdifferenz geführt (rote Markierung). Im dritten Beispiel, einer als positiv eingestuften Meldung vom 20. Juni 2006 zum Erreichen der Übernahmevoraussetzungen, liegt aufgrund eines Störereignisses am Vortag mit starker negativer Rendite eine Beeinflussung des Ereignistages vor. Am darauffolgenden Tag ist eine positive Gegenreaktion zu erkennen. In diesem Beispiel spiegeln vermutlich weder die Tagesrendite, noch die Volatilitätsdifferenz die wirkliche Reaktion der Investoren auf die IR-Meldung wieder. Wenn Störereignisse und Sonderfälle nicht vor-

³²⁵ Auch die BaFin vermutet Insiderhandel bei der Schering-Übernahme: ("BaFin vermutet Insiderhandel bei der Schering-Übernahme," 2006, p. 13)

³²⁶ Volatilitätsdifferenz = IST- minus geschätzte Volatilität. Bei hohen positiven Differenzen weist ein Ereignistag also stärkere Reaktionen als geschätzt auf. Negative Differenzen deuten auf weniger Aktivität als vermutet hin (vgl. Kapitel 3.3.1).

liegen, können die Kennzahlen Tagesrendite, Handelsvolumen und Hoch-Tief-Spanne Meldungsimpulse, die zu Aktienkursreaktionen führen, jedoch relativ zuverlässig erfassen. Die Eignung der Volatilitätsdifferenzen zur Messung von Aktienkursreaktionen innerhalb der Stichproben scheint hingegen eingeschränkt zu sein, da sich entweder positive und negative Abweichungen der geschätzten Volatilität aufheben oder nicht erkennbar ist, in welcher Richtung eine Abweichung besteht.

Frage 5: Reagieren Investoren angemessen auf M&A-Meldungen? Ist eine Kontrollfunktion der Investoren erkennbar?

Wenn vorausgesetzt wird, dass die erwähnten Kennzahlen in der Lage sind, Aktienkursreaktionen korrekt zu erfassen, können die geschätzten Handlungsanreize mit den Aktivitätskennzahlen verglichen werden (vgl. Tab. 21). Die Kategorie -2 der Gruppe A12 weist in allen Kennzahlen erhöhte und im Sinne der Rendite negative Aktivität auf. Auf eindeutig negative M&A-Meldungen reagieren Investoren also mit Verkäufen, was dazu führt, dass der Preis der Aktie fällt sowie Handelsvolumen und Spanne ansteigen. Innerhalb dieser extrem kleinen Stichprobe kann eine Kontrollfunktion der Investoren nachgewiesen werden. Auf Meldungen der Kategorie -1 erfolgt hingegen keine eindeutige Reaktion. Die Rendite ist, trotz einer als negativ eingestuften Meldung, mit 0,18% sogar positiv. Im Vergleich mit der Kategorie 0 wird deutlich, dass die Rangfolge der Kategorien nicht mit der Rangfolge der gemessenen Aktivität übereinstimmt. Neutrale Meldungen verursachen demnach eine höhere Hoch-Tief-Spanne, eine negativere Rendite und eine höhere Abweichung von der geschätzten Volatilitätsdifferenz. Eigentlich sollten Aktienkursreaktionen der neutralen Kategorie am geringsten ausfallen, weil Informationen entweder erwartet worden sind, dem Markt schon bekannt waren oder nicht bewertungsrelevant im Sinne des Kapitalmarktes waren. Allerdings könnte auch ein erhöhtes Handelsvolumen bei einer Rendite nahe Null darauf hinweisen, dass Investoren aktiv waren, nach Verarbeitung der Informationen jedoch nicht zu einer Veränderung der kollektiven Erwartungen kamen. Solch ein Sachverhalt würde für eine funktionierende Kontrollfunktion sprechen, konnte an den untersuchten Ereignistagen aber nicht festgestellt werden. Auch die Ränge der Kategorien +1 und +2 sind vertauscht. Fasst man die Aussagen der Kennzahlen zusammen, sollen +1er-Meldungen mehr Aktivität als +2er-Meldungen verursachen. Lediglich die äuße-

ren Kategorien (-2 und +3) stehen im Einklang mit den gemessenen Aktivitäten. Diese Unstimmigkeiten könnten neben der nicht repräsentativen Stichprobe auf drei mögliche Gründe zurückzuführen sein. Erstens könnten die Meldungen ungenau hinsichtlich ihres vermuteten Handlungsanreizes auf die Investoren kategorisiert worden sein. Mögliche Gründe dafür wurden in Kapitel 3.2.3 genannt. Zum zweiten könnte die Aktivitätsmessung der Aktienkurse durch die Kennzahlen aufgrund des Vorliegens von Störvariablen beeinträchtigt sein (vgl. Kap. 3.3.3). Drittens könnten die Ergebnisse stimmen und Investoren zeigen schlichtweg differenzierte Reaktionen auf M&A-Meldungen. Insgesamt kann eine Angemessenheit der Aktienkursreaktionen auf M&A-Meldungen im Sinne einer funktionierenden Kapitalmarktkontrolle weder bestätigt noch widerlegt werden.

Frage 6: Wie reagieren Investoren auf vergleichbare Nicht-M&A-Meldungen?

Ein Vergleich der M&A-Meldungen mit anderen IR-Meldungen kann trotz beschriebener Grenzen auf Unterschiede hinweisen, sofern methodische Fehler bei der Ermittlung konstant bleiben. Ein Vergleich mit nicht kategorisierten Meldungen, z.B. allen übrigen Meldungen der GG, scheint daher nicht sinnvoll, weil die Meldungen eben nicht denselben Erhebungsprozess (vgl. Abb. 14) durchlaufen haben. Für einen Vergleich bleiben die Gruppen B01 und B02. Die Positionen „gesamt“ der Tab. 21 können als Vergleich selbstverständlich nur unter Beachtung der Zusammensetzung der jeweiligen Gruppe genutzt werden. So weist z.B. die Gruppe B02 nur -1er, 0er und +1er-Meldungen auf, die sehr wahrscheinlich weniger Aktivität als Gruppe A12 mit u.a. -2er und +3er-Meldungen zeigt. Wie festzustellen ist, weisen die beiden Vergleichsgruppen allein unter bloßer Beachtung der marktbereinigten Rendite, ebenfalls keine vollständige Übereinstimmung der Rangfolge von Kategorisierung und Aktivitätsmessung auf. Stellt man die Kategorien +1 aller Gruppen hinsichtlich der Renditen gegenüber, offenbaren die Produktmeldungen die geringste Aktivität hinsichtlich geänderter Erwartungen (0,077%), wohingegen M&A-Meldungen entsprechend ihrer Kategorie leicht positiv ausfallen (0,52%). Die Reaktionen auf Investitionsmeldungen (-0,57%) sind sogar negativ. Betrachtet man die +2er Kategorien, zeigt sich, dass M&A-Meldungen weiter unter der geschätzten Volatilität liegen, als die Produktmeldungen. Diese M&A-Meldungen würden

demnach weniger Aktivität verursachen. Beim marktbereinigten Handelsvolumen der Kategorie 0 aller Gruppen ist zu sehen, dass Produktmeldungen mit ca. 0,1% für eine größere Aktivität sorgen, als M&A- (0,02%) und Produktionsmeldungen (-0,09%). Jedoch liegen alle Werte nahe beim Marktdurchschnitt und deuten korrekterweise auf keine auffällig gesteigerte Aktivität hin. Weil nach dem Erhebungsprozess der zu untersuchenden Meldungen (vgl. Abb. 14) zu wenige Beobachtungen übrig blieben, sind noch nicht einmal alle Kategorien der Gruppen A12, B01 und B02 belegt. Deswegen und wegen der ungleichen Verteilung der Beobachtungen auf die Kategorien³²⁷ können die Stichproben beschwerlich miteinander verglichen werden. Fasst man die Aussagen der Ergebnistabelle zusammen, können keine eindeutigen Unterschiede oder Muster zwischen den Gruppen festgestellt werden. Dabei ist es unerheblich, welche Kennzahl betrachtet wird. Ein Hinweis auf ein geringeres Interesse der Investoren an M&A-Meldungen, z.B. aufgrund des „versandeten“ Synergieversprechens, besteht nicht.

Frage 7: Wie sind die Reaktionen auf M&A-Meldungen im Zeitverlauf? Verändern sie sich mit allmählicher Bestätigung/Verwerfung der Synergieverrealisierung?

Die Abb. 19 stellt die Aktienkursreaktionen der M&A-Meldungen (Gruppe A12) mithilfe der beschriebenen Kennzahlen dar. Durch die Antwort auf Frage 2 ist bekannt, dass das Synergieversprechen ab dem dritten Quartal 2006 regelmäßig und direkt durch die Regelpublikationen bestätigt wurde. Also werden die Erwartungen der Investoren bestätigt. Demnach müssten die Reaktionen der Investoren auf indirekte M&A-Meldungen neutraler ausfallen, wenn Synergieversprechen und indirekte M&A-Meldungen zusammenhängen. Wie zu erkennen ist, existieren lediglich zwei als negativ eingestufte Meldungen, jedoch acht negative Renditeentwicklungen. Die Tagesrenditen schwanken im Zeitverlauf, obwohl vor allem neutrale und leicht positive Meldungen zur Übernahme veröffentlicht wurden. Die Hoch-Tief-Spanne ist im Vergleich relativ konstant, weist jedoch nicht auf eine Abnahme der Reaktionen hin. Die Volatilitätsdifferenz pendelt sich ab der zweiten Hälfte der Meldungen bei etwa Null ein und zeigt damit keine sonderlich unerwarteten Entwicklungen der Volatilität auf. Dies

³²⁷ So existieren z.B. wesentlich mehr neutrale Meldungen als leicht negative Meldungen (vgl. Tab. 21: Gruppe „Alle“, Kategorie 0 und -1). Man könnte hier behaupten, dass die IR überwiegend neutrale oder leicht positive Meldungen veröffentlicht (17 von 27Stk.).

kann als erster kleiner Hinweis für eine Abnahme der Reaktionen gedeutet werden. Lediglich das Handelsvolumen misst den M&A-Meldungen im Zeitverlauf eine Abnahme der Reaktionen bei.

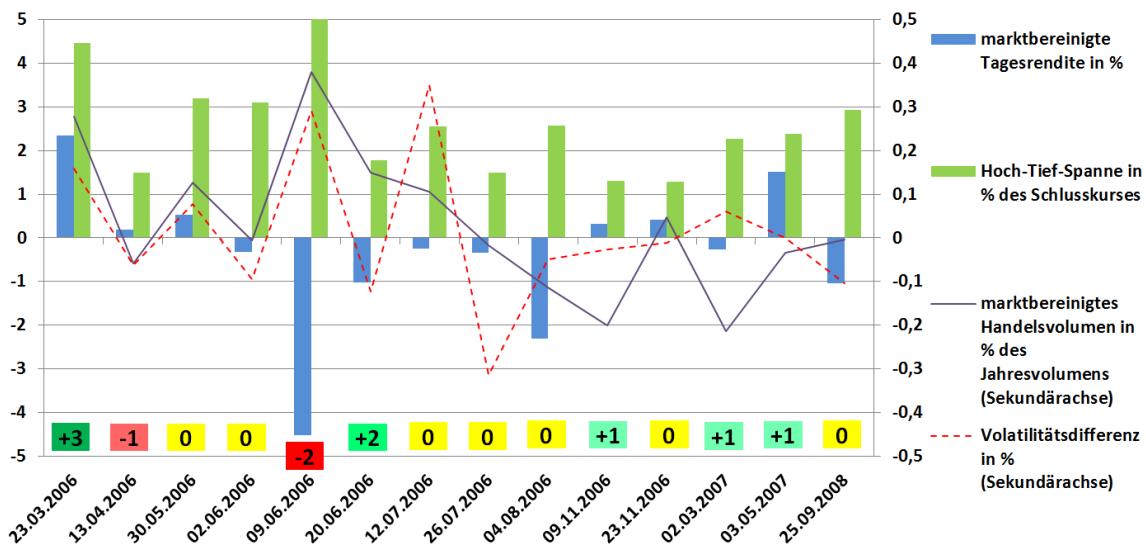


Abb. 19: Aktienkursreaktionen auf M&A-Meldungen im Zeitverlauf

Die ausdrückliche IR-Kommunikation zur Bekräftigung und später zur Bestätigung des Synergieversprechens (vgl. Frage 2) kann nicht eindeutig im Verlauf der Reaktionen wiedergefunden werden. Vor allem die Renditeentwicklung spricht gegen eine Abnahme der Aktienkursreaktionen auf M&A-Meldungen bei gleichzeitig steigender Realisierung des Synergieversprechens. Die Abbildung zeigt, dass kein offensichtlicher Zusammenhang zwischen dem Stand der Schering-Integration und den Reaktionen auf entsprechende M&A-Meldungen besteht, die indirekt auf den Stand der Integration hinweisen.³²⁸ Die Vermutung, dass Investoren im Sinne einer Kontrollfunktion auch indirekte M&A-Meldungen als Hinweis für den Stand des Synergieversprechens betrachten, kann nicht bekräftigt werden. Falls tatsächlich, wie es scheint, der Stand der Integration keine Auswirkungen auf die Reaktionen indirekter M&A-Meldungen hat, wäre die in dieser Arbeit vorgestellte Vorgehensweise nicht geeignet, um ein Interesse der Investoren am Synergieversprechen und seiner Realisierung zu untersuchen. Das Interesse der Investoren am Synergieversprechen kann offensichtlich höchstens an M&A-Meldungen gemessen werden, die direkt bzw. konkret

³²⁸ Auch diese Aussagen basieren auf einer nicht repräsentativen Stichprobe. Die untersuchten M&A-Meldungen weisen nur indirekt auf den Stand der Schering-Integration hin. Konkrete bzw. direkte Statusmeldungen mit neuwertigem Inhalt, wie z.B. in den Regelpublikationen gegeben, lagen in Meldungen der Gruppe A12 nicht vor.

über den Stand der Integration berichten. Da diese Informationen, wie bereits erwähnt, nur in Paketmeldungen veröffentlicht wurden, können sie mit diesem Ansatz nicht weiter untersucht werden. In den vorgestellten Ergebnissen konnte zudem kein Hinweis darauf gefunden werden, dass das Synergieversprechen und seine Entwicklung nicht angemessen kommuniziert werden. Auch scheinen Investoren nicht differenziert auf M&A-Meldungen im Vergleich zu anderen IR-Meldungen zu reagieren.

5 Diskussion

Im Rahmen der Diskussion werden die zentralen Erkenntnisse, welche aus den vorgestellten Ergebnissen stammen, dargelegt. Problemfelder des entwickelten Ansatzes und ihre Bedeutung für die weiterführende Forschung werden innerhalb der Grenzen der praktischen Übertragung aufgezeigt.

5.1 Zusammenfassende Betrachtung

In den vorangegangenen Kapiteln wurde ein Ansatz entwickelt, mit dem Aktienkursreaktionen auf einzelne IR-Meldungen untersucht werden können. Die Besonderheit der Vorgehensweise liegt dabei nicht in der Messung der Aktienkursreaktionen, sondern in der Auswahl bzw. dem Erhebungsprozess der Beobachtungen. Durch eine systematische Selektion von potenziell zu untersuchenden Beobachtungen kann eine relativ starke Kausalität zwischen IR-Meldung und Aktienkursreaktion hergestellt werden. Indem einzig IR-Meldungen ausgewählt werden, die an einem Handelstag veröffentlicht wurden, an dem keine weiteren primären oder sekundären und für den Markt neuen Informationen über das Unternehmen publiziert wurden sowie keine Störereignisse vorlagen, können Kursreaktionen nur auf Handlungsimpulse zurückgeführt werden, die aus einer entsprechenden IR-Meldung resultieren. Durch eine Marktbereinigung der verwendeten Kennzahlen können zudem externe Markteinflüsse ausgeschlossen werden. Da alle nach dem Erhebungsprozess gebliebenen IR-Meldungen mittels qualitativer Inhaltsanalyse hinsichtlich ihres Handlungsanreizes auf Investoren kategorisiert worden sind, können homogene IR-Meldungen verschiedener Gruppen verglichen werden. So sollte zunächst die Kontrollfunktion des Kapitalmarktes überprüft werden. Wenn der Kapitalmarkt Informationen effizient,

rational und sofort verarbeitet, müsste auf IR-Meldungen mit negativem (positivem) Handlungsanreiz negativ (positiv) und auf neutrale IR-Meldungen neutral reagiert werden. Dazu wurden die Kennzahlen Differenz aus geschätzter und tatsächlicher Tagesvolatilität, marktbereinigte Tagesrendite, marktbereinigtes Handelsvolumen und Hoch-Tief-Spanne betrachtet. Hinweis für eine funktionierende Kontrolle im Falle neutraler IR-Meldungen ist u.a. ein erhöhtes Handelsvolumen bei gleichzeitig unveränderter Rendite. Dadurch wäre erkennbar, dass Investoren aktiv sind, nach Verarbeitung der Informationen jedoch nicht zu einer Änderung der kollektiven Erwartungen kommen.

Innerhalb des Anwendungsbeispiels konnten starke Reaktionen der Kennzahlen auf starke Handlungsanreize gezeigt werden. Jedoch waren die Reaktionen auf weniger brisante und neutrale IR-Meldungen sehr uneinheitlich. Ein Hinweis für oder gegen eine funktionierende Kontrollfunktion konnte deshalb nicht erbracht werden. Neben weiteren aufgezeigten Gründen kann dafür vor allem die nicht-repräsentative Stichprobe verantwortlich sein. Durch den Erhebungsprozess blieb nur ein Bruchteil der potenziell zu untersuchenden IR-Meldungen zurück, die den Kausalitätsanforderungen genügten. Der benötigte Ursache-Wirkungs-Zusammenhang des Forschungsdesigns wurde also durch einen immensen Verlust von zu untersuchenden IR-Meldungen bezahlt. Dazu zählen auch viele Meldungen, die gerade für die Fragestellung der Arbeit von sehr großem Interesse gewesen wären. Welche IR-Meldungen letztlich für eine Analyse zur Verfügung stehen, ist Ergebnis eines Zufallsprozesses, der durch das zufällige Vorliegen anderer Primär-, Sekundärmeldungen oder Störereignisse beeinflusst wird. Um Stichproben in angemessenem Umfang zu erhalten, müssten überproportional viele IR-Meldungen zur Verfügung stehen. Eine empirische Anwendung scheint wegen begrenzter Zeit- und Informationsressourcen daher wenig sinnvoll.

Die vorliegende Arbeit konnte hinsichtlich der ursprünglichen Kernfrage, die Ausgangsidee für die Entwicklung des Ansatzes war, keine fundierten Ergebnisse oder Hinweise liefern. Der Ansatz macht es zwar möglich, Reaktionen verschiedener Gruppen von IR-Meldungen zu vergleichen, jedoch konnten innerhalb der Stichproben keine einheitlich unterschiedlichen Reaktionen zwischen M&A-, Produkt- und Produktionsmeldungen festgestellt werden. In diesem Zusammenhang wurde ebenfalls diagnostiziert, dass die verwendete

Kennzahl Volatilitätsdifferenz nicht für eine Erfassung von Aktienkursreaktionen innerhalb einer Stichprobe geeignet ist. Ein Interesse bzw. die Verfolgung des Synergieversprechen und seiner Realisierung durch die Investoren konnte durch den Ansatz nicht untersucht werden. Zwar wurde im Anwendungsbeispiel festgestellt, dass die IR den Stand der Integration konkret, regelmäßig und den Anforderungen an eine effiziente Finanzkommunikation entsprechend kommuniziert hat, jedoch wurden entsprechende Meldungen fast ausschließlich innerhalb der Regelpublikationen veröffentlicht. Diese könnten aufgrund ihrer unklaren Ursache-Wirkung-Beziehung nicht hinsichtlich ihrer Aktienkursreaktionen untersucht werden. Daher blieben nur M&A-Meldungen zurück, die indirekt auf den Stand der Integration hinwiesen. Es zeigte sich, dass Aktienkursreaktionen auf indirekte M&A-Meldungen trotz zunehmender Synergierrealisierung nicht abnehmen, also kein Zusammenhang zwischen dem Synergieversprechen und entsprechenden M&A-Meldungen zu erkennen ist. Demnach scheinen die untersuchten Reaktionen auf M&A-Meldungen nicht geeignet zu sein, um ein Interesse und die Ausübung einer Kontrollfunktion der Investoren hinsichtlich des Standes einer M&A-Integration zu beurteilen.

Der entwickelte Ansatz kombiniert qualitative und quantitative Forschungsmethoden und kann als Versuch gesehen werden, Reaktionen auf einzelne Handlungsimpulse im komplexen Kapitalmarkt nachzuvollziehen. Das Forschungsdesign konnte theoretisch eine Kausalität zwischen Handlungsimpuls und Aktienkursreaktion herstellen, welche in einer konkreten Anwendung jedoch kaum zu gewährleisten ist. Auch die Aussagefähigkeit nur einzelner und sporadischer IR-Meldungen, die den Auswahlprozess überstehen, ist sehr begrenzt und lässt beinahe keine werthaltigen Schlüsse auf eine Grundpopulation zu. Neben den bereits genannten Einschränkungen beschreibt das folgende Kapitel, weshalb eine empirische Umsetzung sowie eine methodische Weiterentwicklung des Ansatzes nicht fundiert sicherzustellen sind.

5.2 Grenzen der praktischen Übertragung

Im Rahmen der Anwendung wurden Schwachstellen und Einschränkungen sichtbar, die eine praktische Übertragung des Ansatzes faktisch ausschließen. Potenzielle Ergebnisse können von zu vielen Faktoren negativ beeinflusst werden. Bei der Bildung der Grundgesamtheit der Unternehmensmeldungen ist

fraglich, ob wirklich alle bewertungsrelevanten Informationen von der IR wiedergegeben werden. So könnten auch andere Unternehmenskanäle gewollt oder ungewollt Informationen veröffentlichen, die zu einer Aktienkursreaktion am Ereignistag führen. Ebenfalls ist nicht garantiert, dass die Online-Archive der IR vollständig und nicht verändert worden sind. Für die Gruppierung der IR-Meldungen sind geeignete Überbegriffe und Abgrenzungskriterien zu finden. Dieses fällt häufig schwer, weil sich Meldungsthemen überschneiden oder gleichzeitig über verschiedene Inhalte berichtet wird. Wenn Meldungen den Gruppen nicht eindeutig zugeordnet werden, können spätere Erkenntnisse aus dem Vergleich der Stichproben verzerrt werden. In der Anwendung war es z.B. schwierig, trennscharf zwischen organisatorischen, mitarbeiter- bzw. personalbedingten und investitionsabhängigen Meldungen zu unterscheiden, da bei Investition oder Desinvestitionen auch immer Organisationen angepasst und Mitarbeiter angestellt oder entlassen werden. In diesem Zusammenhang stellt auch die Unterscheidung in Paket- und Einzelmeldungen ein Problem dar. Manchmal ist unklar, ob Inhalte noch ursächlich auf ein bestimmtes Thema zurückzuführen sind oder bereits weitere Themen angeschnitten werden. Zudem beinhalten IR-Meldungen oft Informationen, die schon früher veröffentlicht wurden. Es wäre dann falsch, eine Meldung als Paketmeldung zu deklarieren. Bei einer empirischen Anwendung dürften nur Unternehmensmeldungen genutzt werden, die deutlich von anderen abgegrenzt werden können.

Der Abgleich der IR-Meldungen auf das Vorliegen von Meldungen über das Unternehmen, die durch sekundäre Quellen veröffentlicht wurden, birgt ebenfalls großes Fehlerpotenzial. Da schlicht zu viele Sekundärmeldungen publiziert werden, kann nicht ausgeschlossen werden, dass bewertungsrelevante Sekundärmeldungen nicht durch die Nutzung der entsprechenden Datenbanken identifiziert werden. Aus zeitlichen Gründen können nicht alle Sekundärmeldungen vollständig gelesen werden. Außerdem ist die Frage, wann eine Unternehmensinformation zum ersten Mal in den Markt kam, kaum zu beantworten. Um genauere Aussagen machen zu können, müsste wahrscheinlich ein wesentlich längerer Zeitraum als bloß die beiden, dem Ereignistag vorgehenden Handelstage, betrachtet werden. Dann würden sich auch die zu überprüfenden Sekundärmeldungen vervielfachen und zu einem untragbaren Arbeitsaufwand führen. Bei der Ermittlung des Handlungsanreizes der IR-Meldungen besteht neben

den erwähnten Black-Boxes von IR und Investoren das Problem, dass die Forscher alle primären IR-Meldungen gelesen haben müssen, um abschätzen zu können, wann welche Informationen zum ersten Mal vom Unternehmen veröffentlicht wurden. Im Anwendungsbeispiel kam es vor, dass IR-Meldungen aufgrund ihres Inhaltes als sehr positiv eingestuft worden wären, die entsprechenden Informationen jedoch schon früher vom Unternehmen veröffentlicht wurden. Falls die Codierer diesen Sachverhalt nicht erkennen, können Handlungsanreize von Meldungen schnell falsch beurteilt werden. Wie die Ergebnisse in Kapitel 4.3 zeigen, können Aktienkursreaktionen wesentlich genauer als die Handlungsanreize der IR-Meldungen ermittelt werden. Die undeutlichen Reaktionen auf die neutralen und weniger starken Kategorien deuten darauf hin, dass die Einteilung von -3 bis +3 zu feingliedrig ist. Ausreichend belastbar können Handlungsanreize wahrscheinlich nur in die Kategorien positiv, neutral und negativ eingestuft werden.

Im Rahmen der Messung von Aktienkursreaktionen wurde festgestellt, dass die Volatilitätsdifferenz ungeeignet ist, um Reaktionen innerhalb von Stichproben zu erfassen. Daher bleibt nur die Tagrendite als Kennzahl, die auch eine Richtung der Reaktionen anzeigt. Diese kann, wie erwähnt, durch zahlreiche Effekte, z.B. Insiderhandel oder starke Störereignisse an Vortagen, beeinflusst werden. Da manche im Anwendungsbeispiel als deutlich positiv eingestufte Meldungen eine neutrale bzw. sogar negative Renditeentwicklung aufwiesen, kann vermutet werden, dass trotz der ergriffenen Maßnahmen noch Störereignisse und Überlagerungseffekte bestehen. Diese können im Rahmen des Ansatzes nicht erklärt werden und vereiteln die Validierung der Ergebnisse. Im Praxisbeispiel war bei der Erstellung der GG nicht immer ersichtlich, um welche Uhrzeit eine IR-Meldung veröffentlicht wurde. So besteht das Risiko, dass IR-Meldungen erst kurz vor bzw. sogar nach Börsenschluss veröffentlicht wurden und Aktienkursreaktionen daher erst am Folgetag eintraten. Bei einer empirischen Anwendung müsste für jede untersuchte IR-Meldung die Veröffentlichungsuhrzeit sichergestellt werden. Die IR-Meldungen der Bayer AG wiesen diese nicht aus und wären demnach für eine Betrachtung innerhalb einer wissenschaftlichen Studie ungeeignet gewesen. Mit Ausnahme von Ad-hoc-Meldungen wird es i.d.R. sehr schwierig sein, genaue Veröffentlichungsuhrzeiten für seit Jahren archivierte Unternehmensmeldungen zu erhalten.

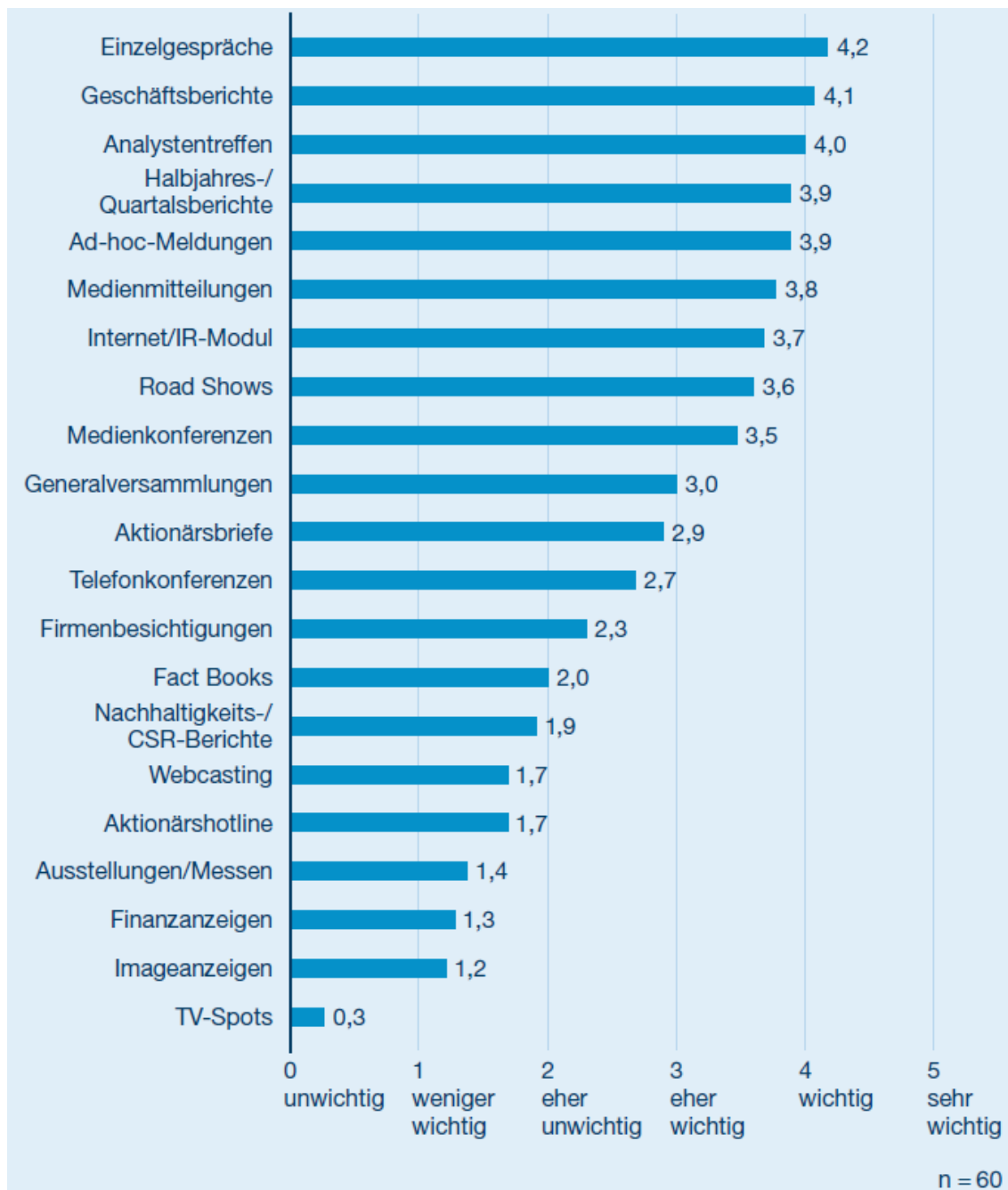
Die vorliegende Arbeit zeigt auf, wie schwierig es in der Komplexität des Kapitalmarktes ist, Reaktionen auf einzelne Handlungsimpulse zurückzuführen. Wenn die beschriebenen Grenzen des Ansatzes überwunden werden könnten, wäre es z.B. der IR-Forschung möglich, kommunikationspolitische Handlungen genauer erklären und messen zu können. Auch könnte z.B. innerhalb der Behavioral Finance weiter darauf eingegangen werden, auf welche Arten von vergleichbaren Meldungen stärker oder schwächer reagiert wird. Werden die beschriebenen Grenzen und Problemfelder jedoch zusammengefasst, kann eine empirische Anwendung des entwickelten Ansatzes nicht empfohlen werden. Es existieren zu viele Ungenauigkeiten und Risiken. Vor allem der extreme Zeitaufwand, der benötigt wird, um die IR-Meldungen zu gruppieren, diese gegen das Vorliegen von Unternehmensmeldungen sekundärer Quellen abzugleichen und zu kategorisieren, übersteigt das Kosten-Nutzen-Verhältnis. Um Stichproben in repräsentativer Größe zu erhalten, müssten zudem sehr viele Meldungen vorliegen, die der Fragestellung des Forschers entsprechen. Nur ein Bruchteil dieser wäre nach dem beschriebenen zufälligen Auswahlprozess geeignet, um weiter untersucht werden zu können. Eine Weiterführung des Ansatzes scheint nicht sinnvoll, weil schon der Schritt des Sekundärabgleiches nicht mit hinreichender Sicherheit klären kann, ob vielleicht andere Meldungen für eine beobachtete Aktienkursreaktion verantwortlich sind. Auch die Kategorisierung ist aufgrund der Ungewissheit, wann eine Information zuerst in den Markt kam sowie der unbekannten Investorenpräferenzen mit zu viel Unsicherheit behaftet. Hinzu kommt, dass Informationen am Kapitalmarkt scheinbar nicht sofort und vollständig verarbeitet werden (vgl. Abb. 18) und deswegen Aktienkursreaktionen auf bestimmte Handlungsimpulse nicht nur an einem Ereignistag gemessen werden können. Angesichts der zuletzt genannten Grenzen wird es auch in Zukunft nicht möglich sein, genauere Aktienkursreaktionen auf IR-Meldungen im Sinne der vorliegenden Arbeit zu erfassen. Auch eine methodische Überarbeitung des Ansatzes wird diese Problemfelder nicht lösen oder umgehen können.

Anhang 1: Übersicht des IR-Instrumentariums³²⁹

Pflichtmaßnahmen (Auswahl)	
Ad-hoc-Mitteilungen	Finanzkalender
Geschäftsberichte (inkl. Bilanz, GuV, Anhang, KFR, Segmentberichterstattung, Lagebericht, Chancen- und Risikobericht)	Corporate Governance Entsprechenserklärung
Quartalsberichte	Director's Dealings
Hauptversammlung	Bilanzpressekonferenz
Börsenprospekte	
Freiwillige Maßnahmen (Auswahl)	
Online-Geschäftsberichte	Aktieninformationen/ FAQs
Pressemitteilungen	Investoren Präsentationen
Live-Stream-Angebote	Online-News
Benachrichtigungsservices	Analystenempfehlungen
Downloadbereich	Call-Back-Service
Live-Chats	Blogs und Aktionärsforen
Facebook-Auftritt	Twitter-Kommunikation
Nachhaltigkeits- und CSR-Berichte	Aktionärsbriefe und -zeitschriften
Newsletter	Investor-Day/ Workshops
Interviews	Einzel- und Gruppengespräche
Messen	Betriebsbesichtigungen
Video- und Telefonkonferenzen	Aktionärsbefragungen
Podcasts/ Audio on Demand	

³²⁹ Eigene Darstellung nach: Ruf (2014, p. 99); Weber (2009, p. 394); Piwinger (2009, p. 19)

Anhang 2: Bedeutung der IR-Instrumente³³⁰



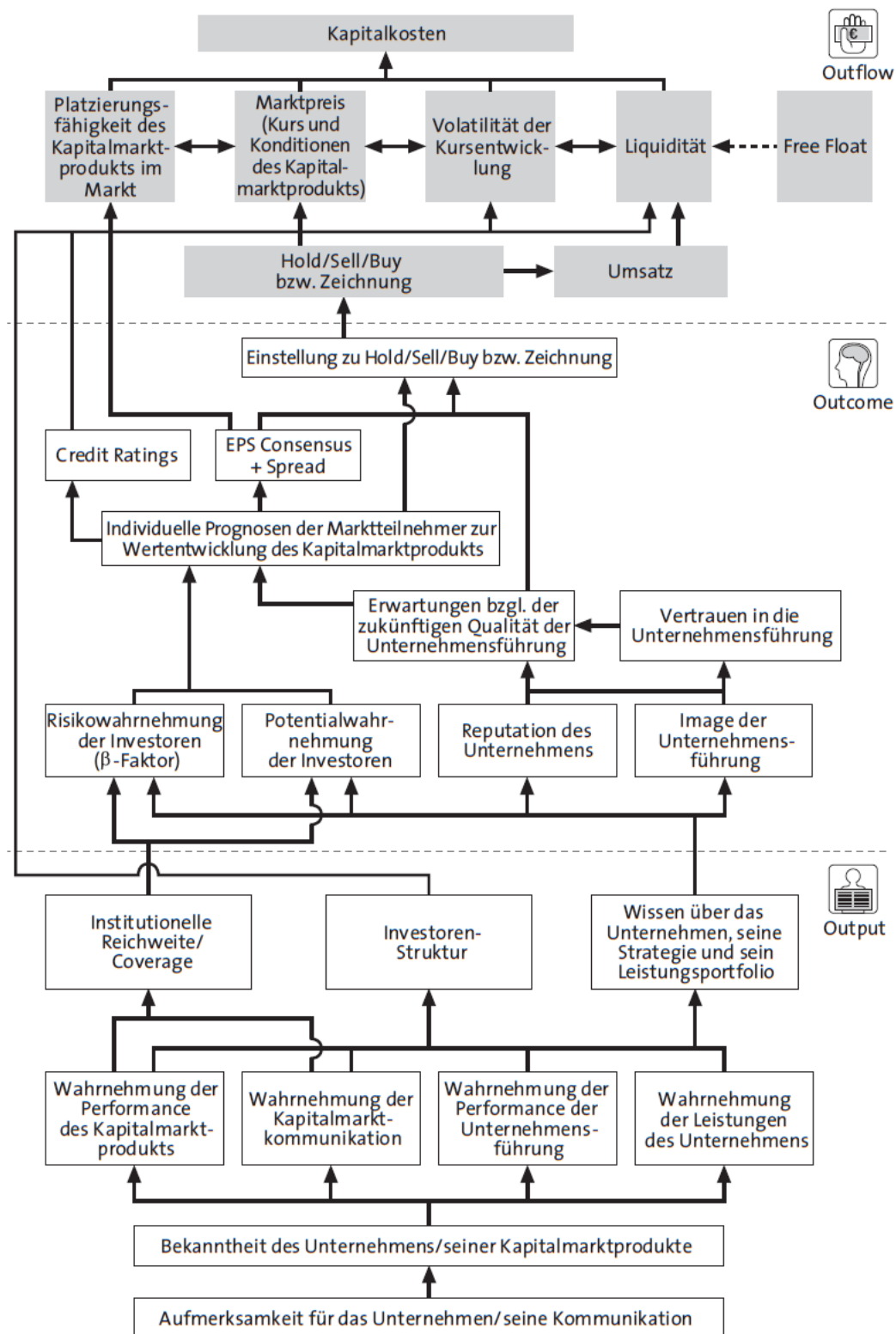
³³⁰ PricewaterhouseCoopers AG and Kirchhoff Consult AG (2006, p. 23): Studie börsennotierter Unternehmen in der Schweiz. 60 Unternehmen haben geantwortet.

Anhang 3: Bedeutung verschiedener IR-Themen³³¹



³³¹ PricewaterhouseCoopers AG and Kirchhoff Consult AG (2006, p. 31): Studie börsennotierter Unternehmen in der Schweiz. 58 Unternehmen haben geantwortet.

Anhang 4: Funktionsmechanismus der IR-Kommunikation³³²



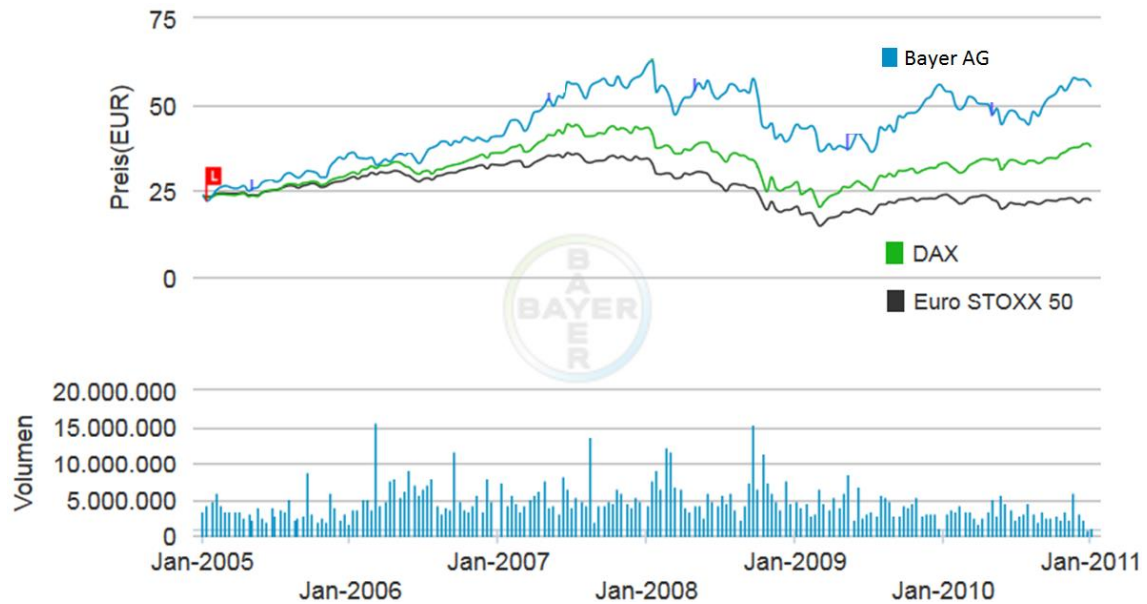
³³² Pfannenberger (2009, p. 76)

Anhang 5: Schlag- und Signalwörter zur Einschätzung von Analysten- und Journalistenmeldungen³³³

Positive Ausprägung	Negative Ausprägung
Anlegerfreundlich	Anlegerfeindlich
Behauptet	Anspannung
Bergauf	Nicht behauptet
Buy, Kaufen, Overweight, Outperform, Investiert bleiben	Sell, Verkaufen, Underperform, Underweight, Downgrade
Boom	Befürchtung
Chancen	Depressiv
Entspannt	Unter Druck
Erfreulich	Entmutigend
Erholung	Herabstufung
Erwartungsvoll, hoffnungsvoll	Misstrauen
Euphorisch	Pessimistisch
(Kurs) gut behauptet	Negative Impulse
Kursziel heraufgesetzt/erhöht	Risiken
Heraufstufung	(Kurs) schlecht behauptet
Hoffnung	Kursziel herabgesetzt/gesenkt
Optimistisch	Schlechte Kursperformance
Positive Impulse	Stagnation, Stillstand
Trendwende	Bergab
Unterbewertetes Unternehmen, Papier u.ä.	Überbewertetes Unternehmen, Papier u.ä.
Vertrauen	Unerfreulich
Übergewichten	Untergewichten
Papiere des Index werden allgemein als unterbewertet angesehen	Papiere des Index werden allgemein als überbewertet angesehen
Prognosen für den Gesamtindex (hoch oder gut)	Prognosen für den Gesamtindex (schlecht oder runter)
Stimmung am Markt (hoch oder gut)	Stimmung am Markt (schlecht oder runter)

³³³ Auswahl aus: Scheufele and Haas (2008, pp. 152–153)

Anhang 6: Bayer AG Aktienkursentwicklung von 2005 bis 2010³³⁴



³³⁴ Bayer AG (2014b)

Anhang 7: Elemente der Grundgesamtheit im Anwendungsbeispiel

Anzahl der öffentlich zugänglichen¹ originären Unternehmensmeldungen und Ereignisse der Bayer AG vom März 2006 bis zum Dezember 2010.

Jahr	Ad-hoc Mittei- lungen ²	IR- News ³	Regelpub. ⁴ (Quartalb., Geschäftsb., Nachhaltigkeit)	Termine ⁵ (HV- & Dividende)	Investor Handouts ⁶	Präsenta- tionen ⁷	Anleihe- News ⁸	Rating- ände- rungen ⁹	Anleihe- emissionen ¹⁰	Summe
ab März 2006	12	77	4	2	4	4	6	1	4	114
2007	1	84	4	2	4	7	0	1	5	108
2008	1	68	5	2	5	10	0	2	3	96
2009	1	59	5	2	4	16	1	0	1	89
2010	2	46	5	2	3	15	0	0	1	74
Summe	17	334	23	10	20	52	7	4	14	481

Fehlende Angaben:

Nachhaltigkeitsbericht 2006 im Juni 2007 veröffentlicht. Leider existiert kein genaues Datum.

Nachhaltigkeitsbericht 2005 im Juni 2006 veröffentlicht. Leider existiert kein genaues Datum.

¹ Roadshows, Seminare, Telefon- oder Livekonferenzen gelten nicht als unbeschränkt öffentlich zugänglich, es sei denn, dass Unterlagen im "Archiv Investor Handouts" oder "Archiv Präsentationen" veröffentlicht wurden

Quellen:

² Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/news/archiv/uebersicht/> (08.11.2014)

³ Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/news/archiv/uebersicht/> (08.11.2014)

⁴ Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/berichte/archiv/> (08.11.2014)

⁵ Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/events/archiv/2006/uebersicht/> (08.11.2014)

⁶ Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/handouts/archiv-investor-handouts/> (08.11.2014) und <http://www.investor.bayer.de/de/events/archiv/2006/uebersicht/> (08.11.2014)

⁷ Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/handouts/archiv-praesentationen/> (08.11.2014)

⁸ Quelle: <http://www.investor.bayer.de/de/anleihen/anleihen-news/> (10.11.2014)

⁹ Quelle: Anfrage Bayer AG, IR-Abteilung, Frau Judith Nestmann, Email vom 13.11.2014 und Abgleich mit Quartalsberichten

¹⁰ Quelle: Anfrage Bayer AG, IR-Abteilung, Frau Judith Nestmann, Email vom 13.11.2014

Anhang 8: Codierbuch zur Gruppierung von Meldungen der Bayer AG

Anmerkungen	Kernthema	Obwohl Meldungen verschiedene thematische Aspekte aufweisen können, müssen sie einer Kerngruppe zugeordnet werden. Die Beschreibung hilft, diese Kerngruppe zu identifizieren.
	Überkategorie	Alle Meldungen und Ereignisse werden in die Überkategorien A und B eingeteilt. Codierbeispiel einer Produktmeldung ohne expliziten Bezug zur Schering Übernahme: „B01“
	Gruppen	Die Gruppen können entweder Meldungen oder Störereignisse beinhalten. Tagesdaten, an denen Störereignisse vorliegen, können nicht weiter untersucht werden.
	Einzel- und Paketmeldungen	Alle Meldungen und Ereignisse werden außerdem in Einzel- und Paketmeldungen unterteilt und dementsprechend gekennzeichnet. Eine Definition erfolgt weiter unten.

Codierung	Gruppe	Beschreibungen, Abgrenzungskriterien, Entscheidungsregeln	Beispiele
A	expliziter M&A-Deal Bezug (Überkategorie)	die zu untersuchende Schering-Transaktion wird explizit erwähnt	„Der Erlös soll wie geplant zur Finanzierung der Schering-Akquisition beitragen“
B	kein M&A-Deal Bezug (Überkategorie)	keine explizite Erwähnung der Schering Übernahme bzw. bei Ereignissen keine genaue Angabe	
01	Produkte (Meldung)	neue Medikamentenentwicklungen, Zulassungen oder Absetzungen; Stellungnahmen zu Produkten; keine Preisänderungen von Produkten → 15; keine Rechtsstreitigkeiten → 13;	„Klinische Studie hat primären Endzeitpunkt erreicht“; „Nexavar in der EU zur Therapie des fortgeschrittenen Nierenzellkarzinoms zugelassen“; „Bayer setzt Vermarktung von Trasylol vorübergehend weltweit aus“
02	Produktion, Investition, Desinvestition (Meldung)	Ausbau und Abbau von Produktionsstätten; Finanzierung von Investitionen; Schließung von Produktionsanlagen; Kauf/Verkauf einzelner Produktlinien; Ausfälle; keine Vertragsformen → 05	„TDI Produktionslinie durch Feuer zerstört: Produktionsstopp“; „Bayer will Kapazität der geplanten TDI-Produktion in Shanghai auf 300.000 Jahrestonnen erweitern“
	Personal (Meldung)	Nur Führungsebene: Berufung, Abberufung von Managern	„Andreas Busch und Kemal Malik zu Vor-

03		oder Aufsichtsrat;	standsmitgliedern von Bayer Schering Pharma ernannt“
04	Organisation und Mitarbeiter (Meldung)	Personalstrategien und Führungsstruktur; Entlohnungssysteme, Einstellungen & Entlassungen (jedoch nicht aufgrund von Desinvestitionen →02 oder von Führungskräften →03)	„Bayer HealthCare stärkt Präsenz in Osteuropa. Mehr als 200 Mitarbeiter für Marketing und Vertrieb in Russland, Weißrussland, der Ukraine und Kasachstan integriert“
05	Forschungsallianzen, Kooperationen, Joint-Ventures, Abkommen, Lizenzvereinbarungen (Meldung)	Erwerb von Rechten; vertragliche Vereinbarungen; Wachstum durch Kooperationen und JV	„Ausbau der Pflanzenschutzmittelproduktion geplant/ - Gründung von zwei Joint-Venture-Unternehmen für Hybrid-Reis-Geschäft“
06	Regelpublikation: QB, GB, Bilanzpressekonferenz, Hauptversammlung, Nachhaltigkeitsberichte (Paketmeldung)	sind immer Paketmeldungen; zu viele verschiedene Inhalte/Kernthemen, um sie aufzuzählen; sie können nicht ausgewertet werden und gelten daher nur als Störereignisse: an diesem Tag können also keine weiteren Meldungen untersucht werden	
07	--	nicht benötigt und gelöscht (Nachhaltigkeitsbericht)	
08	--	nicht benötigt und gelöscht (HV-Termin)	
09	Dividendenausschüttung (Störereignis)	Tag (also Ereignis), an dem die Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird; hier liegen keine konkreten Meldungen vor; sie gelten nur als Störereignisse → demnach können an diesem Tag keine Meldungen untersucht werden	
10	Dividenden (Meldung)	Information über die Höhe künftiger Dividenden	„Bayer erhöht Dividende auf 1,00 Euro je Aktie“
11	Emissionen von Finanztiteln und Finanzierung (Meldung)	Maßnahmen zu: Anleihen, Aktien, Krediten; Ausnahme: M&A-Finanzierung → 12	„Bayer begibt Unternehmensanleihe über 1,3 Milliarden Euro“; „Mehrzuteilungs-Option bei Bayer-Pflichtwandelanleihe voll ausgeübt“
12	M&A (Meldung)	Meldungen zu Übernahmen, Integrationsprozess, Fortschritt, Synergien, Absichten, abgeschlossenen Deals; Finanzierung von M&A-Deals; M&A bedingte Personalangelegenheiten; Kauf und Verkauf von Geschäftsanteilen; M&A bedingte Organisation; Indiz: Erwähnung von Kartellbehörden	„Eintragung ins HR“; „außerordentliche HV wegen Übernahme“; „Squeeze out“; „Bayer MaterialScience will EXATEC-Anteile an GE Plastics übertragen“

13	Rechts- und Patentstreitigkeiten (Meldung)	Rechts- und Patentstreitigkeiten sowie Urteile und Vergleiche, die keinen M&A-Bezug haben	„Bayer obsiegt in Patentrechtsstreit zu Avelox“; „Bayer AG: Gericht entscheidet gegen das Yasmin-Patent der Gesellschaft“
14	Rating-Meldung/Ereignis (Störereignis)	Änderung des Unternehmensratings bzw. der Aussicht; hier liegen keine konkreten Meldungen vor; sie gelten als Störereignisse → demnach können an diesem Tag keine Meldungen untersucht werden	
15	Marktentwicklungen (Meldung)	Preiserhöhungen aufgrund steigender Rohstoffpreise	„Bayer MaterialScience erhöht die Preise für die Polycarbonate Apec, Makrolon, Bayblend und Makroblend“
16	Präsentationen und Konferenzen (Störereignis)	sind immer Paketmeldungen, weil unklar ist, was noch besprochen wurde; hierzu gehören Unterlagen, Hand-Outs und Statements von Veranstaltungen und Konferenzen, die nicht unter die Regelpublizität fallen	
17	--	nicht benötigt und gelöscht (Umwelt/Soziales/Öffentlichkeit)	
18	--	nicht benötigt und gelöscht (Politik)	
19	Sonstiges (Meldung)	alle übrigen Meldungen	„Bayer strebt Rückzug von der New York Stock Exchange an“; „Bayer nimmt Stellung zu Bericht in Capital“
	Einzelmeldung	nur eine inhaltlich neue Meldung; der Fokus liegt auf dem hauptsächlichen Veröffentlichungsgrund der Meldung; im Zusammenhang wiederholte und schon bekannte Themen/Informationen begründen keine Paketmeldung; ergänzende Informationen und Hintergrundinformationen sind hier zulässig; guter Indikator: Überschrift bezieht sich nur auf ein Thema	„Bayer AG: Gericht entscheidet gegen das Yasmin-Patent der Gesellschaft. Bayer hält diese Entscheidung für falsch: Renditeziel für Teilkonzern geringfügig angepasst“ → Anpassung ist Folge der Gerichtsentscheidung und gilt daher als Einzelmeldung; Änderung des Ratings, Dividendenausschüttung
	Paketmeldung	Meldung hat unterschiedliche/mehrere vollkommen unabhängige und eigenständige Inhalte/Themen; Inhalte sind problemlos separierbar; alle Regelpublikationen sind Paketmeldungen, da diese immer über mehrere Themeninhalte berichten	Geschäftsberichte, Quartalsberichte, Nachhaltigkeitsberichte, HV-Zusammenfassungen, HV-Termine, generelle Aussagen von Konferenzen, Präsentationen

Anhang 9: Abgleich der Sekundärquellen mit WISO (Auszug)³³⁵

The screenshot displays the WISO.net search interface. At the top, the WISO logo is on the left, and navigation links (FAQ, Hilfe, Quellenliste, Thesaurus) and user information (Mein wiso, Logout, Angemeldet: bennet@ingmv.s.de, Merkliste (0)) are on the right.

Suche in externe Bayer Meldungen

Suchbegriff (a): The search term "Bayer" is entered in the main search box.

Betrachtungszeitraum (b): The date range is set from "21.03.2006" to "23.03.2006".

benutzerdefinierte Quellen (c): In the left sidebar, under "Meine Quellen (36)", the source "externe Bayer Meldu... (36)" is selected, indicated by a red arrow and the letter 'c'.

Suchergebnisse (36): The results table shows four entries from March 23, 2006:

Datum	Dokument	Quelle
23.03.2006	SPIEGEL ONLINE / Wirtschaft Übernahmestreit Gerücht über Weißen Ritter befeuert Schering-Aktie Bekommt Schering Beistand im Abwehrkampf gegen das feindliche Gebot des Konkurrenten Merck? Ein Bericht, Bericht der "Welt", demzufolge der Leverkusener Bayer -Konzern ein Angebot für Schering vorbereitet ... und damit Merck überbieten könnte. Die Bayer -Offerte solle nahe dem aktuellen Börsenkurs liegen ... "Welt" sollen Vertreter von Schering und Bayer bereits Gespräche zu diesem Thema geführt ... Presseartikel (285 Wörter)	SPIEGEL ONLINE
23.03.2006	Handelsblatt / Inside/Unternehmen und Märkte INSIDE: AKZO NOBEL Günstiger Zeitpunkt SIEGFRIED GRASS DÜSSELDORF Pharmaunternehmen sind begehrt. Das Werben der Darmstädter Merck-Gruppe drei in Europa nach BASF und Bayer , will mit den erwarteten rund fünf ... der kürzlichen Übernahme einer Produktionsstätte der Bayer Health Care AG zur Herstellung von ... Presseartikel (468 Wörter)	Handelsblatt
23.03.2006	Frankfurter Neue Presse / Lokales Wir sind jetzt schon so schlank, dass der nächste Schritt die Magersucht wäre Julio Martinez zum Stellenabbau wäre. Julio Martinez zum Stellenabbau bei Bayer Crop Science ... Presseartikel (25 Wörter)	Frankfurter Neue Presse
23.03.2006	Berliner Morgenpost / SPORT Bayer-Affäre: Reiner Calmund weist neue Vorwürfe zurück Von Jens Bierschwald/und Björn Lindert/Die Ermittlungen der Staatsanwaltschaft Köln ruhen bis zum Wochenende Calmund (57) und dessen einstigem Arbeitgeber Bayer Leverkusen. Während Staatsanwalt Norbert	Berliner Morgenpost

On the right side of the results, there is a "Suchergebnis filtern" section with various filters like Branchen, Firmen & Organisationen, Personen, Regionen, and Themen.

³³⁵ WISO.net (2015); Legende: Suchbegriff (a), Betrachtungszeitraum (b), benutzerdefinierte Quellen (c). Für weitere Erläuterungen vgl. 4.2.3; Die Abbildung der vollständigen Datenbankabfrage nimmt zu viel Seitenumfang in Anspruch. Der Auszug soll lediglich das operative Vorgehen exemplarisch dokumentieren.

Anhang 10: Abgleich der Sekundärquellen mit Nexis (Auszug)³³⁶

Nexis®

Profisuche - All News, All Languages > (Bayer und Schering) (206)

Kundenservice: +49 (0)211 41 74 35 40

Startseite | Abmelden | Schulung | Hilfe

Live Chat OFFLINE

Suche Quellenverzeichnis

Ausblenden

Gruppierung

Anzeige Titel/Suchwortansicht

Suche einschränken

Sortierung Neueste zuerst

1-50 von 206

Weiter mit Suche bearbeiten

Markierte anzeigen

Duplikats-Analyse Identisch

Select Language

Ausschlussklausel

Powered by Google Translate

Titelliste

1. **Bayer bietet 86 Euro in bar pro Schering-Aktie (AF)**
 AFX - Swiss, Donnerstag, 23. März 2006, 349 Wörter
 ... International) Der Kampf um Schering geht in eine neue Phase. Der Chemiekonzern Bayer hat ein Angebot von ...
 ... in bar pro Schering-Aktie vorgelegt. Wie das ...
 ... Donnerstag mitteilte, empfiehlt der Schering-Vorstand die Annahme des ...
 ... konsequenter Schritt von Bayer hin zu einer Fokussierung ...
 ... auf 2005) erwarte Bayer, die Profitabilität des Bereichs ...
 ... bereit. Außerdem will Bayer seine beiden Tochtergesellschaften ...
 ... Geschäftssparte MaterialScience verkaufen. Schering und der bisherige Pharmabereich von Bayer sollen als eigenständige ...
 ... unter dem Namen "Bayer Schering Pharma" zusammengeführt werden. ...
 ... dem Übernahmeangebot übertrifft Bayer die Offerte des Darmstädter ...
 ... 77 Euro pro Schering-Aktie geboten hatte. Bayer will das Geschäft über ...
 BAYER AG; MERCK KGAA; BAYER SCHERING PHARMA AG; ...
 BAYER AG; SCHERING AG; MERCK KGAA
2. **Bayer will 86 Euro pro Schering-Aktie zahlen (Zus)**
 AFX - Swiss, Donnerstag, 23. März 2006, 533 Wörter
 ... International) Der Kampf um Schering geht in eine neue Phase. Der Chemiekonzern Bayer hat ein Angebot von ...
 ... in bar pro Schering-Aktie vorgelegt. Wie das ...
 ... Donnerstag mitteilte, empfiehlt der Schering-Vorstand die Annahme des ...
 Sitz von "Bayer Schering Pharma" soll Berlin ...
 ... pro Aktie geboten. Bayer-Vorstandschef Werner Wenning ...
 ... Übernahme den Teilkonzern Bayer HealthCare "als Hauptwachstumsmotor ...
 ... erhöhen zu können." Schering-Vorstandschef Hubertus Erlen ...
 ... bisherige Pharmabereich von Bayer sollen als eigenständige Division des Teilkonzerns Bayer HealthCare mit dem Namen "Bayer Schering Pharma" als Aktiengesellschaft ...
 ... potenziellen Einsparungen bezifferte Bayer auf 700 Millionen ...
 ... bereit. Außerdem will Bayer seine beiden Tochtergesellschaften ...
 ... mit Abstand größte Bayer-Teilkonzern." Auf diese ...
 ... Konjunkturentwicklung deutlich verringern. Bayer-Aktien verteuerten sich ...
 41.50 US-Dollar. Schering lasten in New

³³⁶ NEXIS.com (2015); Für weitere Erläuterungen vgl. 4.2.3; Die Abbildung der vollständigen Datenbankabfrage nimmt zu viel Seitenumfang in Anspruch. Der Auszug soll lediglich das operative Vorgehen exemplarisch dokumentieren.

Anhang 11: Codierbuch der evaluativen Kategorisierung

Kriterien- name	Beschrei- schrei- bung (Textbei- spiele in rot)	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
		starker Verkauf	Verkauf	schwacher Verkauf	neutral	schwacher Kauf	Kauf	starker Kauf
Meldungsart	Art der übermittel- ten Information	extrem negative Hardfacts (Ausrei- ßer): Auswirkung messbar/ quantifizierbar oder Bedeutung unmiss- verständlich	negative Hardfacts: Auswirkung messbar/quantifizierbar oder Bedeutung unmissverständlich → „Phase III Studie mit Nexavar an Patienten mit fortgeschritte- nem Hautkrebs hat primären Endpunkt nicht erreicht“	negative Softfacts → „Bayer MaterialScience LLC erklärt Force Majeure in USA“ (Betriebsunter- brechung wg. durch Hurri- kan verzögerte Rohstoff- lieferungen)	neutrale Hard- oder Softfacts; Ambivalenz negativer und positiver Information in ver- gleichbarer Intensität → „Bayer prüft Bau einer Anlage in Europa“	positive Soft- facts → „Auf- sicht bekräftigt Nutzen eines Medikaments“ (lässt es jedoch noch nicht zu)	positive Hardfacts: Auswir- kung messbar/ quantifizierbar oder Bedeu- tung unmissverständlich → „Phase-III-Studie zeigt über- legene Wirksamkeit von Rivaroxaban gegenüber Enoxparin“	extrem positive Hardfacts (Ausreißer): Auswirkung messbar/quantifizierbar oder Bedeutung unmissver- ständlich
Wertentwicklung	Hinweis auf zukünftige Wertentwicklung/ Wert- entwicklungspotenzial	Unternehmenswert wird stark und lang- fristig fallen; negati- ver strategischer Wert; hohe Eintritts- wahrscheinlichkeit extrem negativer Meldungen	mittelfristiger, jedoch nicht un- wesentlicher Wertverlust; stra- tegische Bedeutung; mittlere Eintrittswahrscheinlichkeit bei extrem negativen Meldungen; hohe Eintrittswahrscheinlichkeit bei negativen Meldungen	kleiner oder kurzfristig andauernder Wertverlust; eher operativ begründet; geringe negative Abwei- chung von Zielen → „Bay- er hat nunmehr das Rendi- teziel für den Teilkonzern geringfügig angepasst“ (außerdem keine Quanti- fizierung)	Meldung kommuniziert keine potenzielle Wert- entwicklung bzw. ambi- valent oder gleichblei- bend	kleiner oder kurzfristig an- dauernder Wertzuwachs; eher operativ begründet; ge- ringe positive Abweichung von Zielen	mittelfristiger, jedoch nicht unwesentlicher Wertzu- wachs; strategische Bedeu- tung; mittlere Eintrittswahr- scheinlichkeit bei extrem positiven Meldungen; hohe Eintrittswahrscheinlichkeit bei positiven Meldungen → „Bayer HealthCare erhöht EBITDA-Zielmarge von 23% auf 25%“	Unternehmenswert wird stark und langfristig steigen; hoher strategischer Wert; hohe Eintrittswahrschein- lichkeit extrem positiver Meldungen → „Erhebliches Syner- giepotenzial in Höhe von 700 Mio. Euro jährlich“; „Blockbuster-Potenzial“; strategisch sehr sinnvoll“
		Hilfskriterien: Durch folgende Kriterien können positive und negative Meldungen hinsichtlich ihrer Form und Darstellung unterschieden werden:						
Hilfskriterien		Verständ- lichkeit	Aussagen sind unpräzise formuliert und unverständlich für Investoren. Auf die W-Fragen und klassischen Nachrichtenregeln wurde nicht angemessen eingegangen. Es besteht der Verdacht der Verschleierung oder Abschwächung bestimmter Inhalte. Gründe, Folgen und Maßnahmen sind nicht oder unzureichend genannt.				Aussagen sind klar formuliert, transparent und verständlich für Investoren. Auf die W-Fragen und klassischen Nachrichtenregeln wurde angemessen eingegangen. Es besteht kein Verdacht der Verschleierung oder Abschwächung bestimmter Inhalte. Inhalte sind abgegrenzt sowie Gründe und Folgen aufgezählt.	
		Darstellung	Wortwahl und Form: z.B. feindlich, Anspannung, nicht behauptet, bergab, Befürchtung, depressiv, unter Druck, entmutigend, Herabstufung, Misstrauen, pessimistisch, negative Impulse, Risiken, Senkung, Stagnation, Stillstand, Überbewertung, unerfreulich, schwach, schlechte Prognose, Krise, Einbruch, Angst → „sich trennen, Restrukturierungsbelastungen“				Wortwahl und Form: z.B. freundlich, bergauf, behaupten, Boom, Chance, Entspannung, erfreulich, Erholung, erwartungsvoll, hoffnungsvoll, euphorisch, Erhöhung, Heraufstufung, positive Impulse, optimistisch, Trendwende, gute Stimmung, Vertrauen, Hoch, Einigung → „Schaffung Schwergewicht, interna-tionaler Rang, großes Wachstumspotenzial, geplantes Angebot befürworten, passt ausgezeichnet, überzeugt sein, früher erreichen, profitieren, Spitzen-klasse, führende Stellung“	
		Bonus-Malus-System: Auf die oben erfolgte Basiseinschätzung können Abschläge und Zuschläge aufgrund unterhalb genannter Erwartungskriterien gewährt werden. Ob eine ausreichende Intensität vorliegt, um eine Kategorie zu wechseln, liegt im Ermessen des Codierers.						
Erwartung	(vorherige) Er- wartung der In- vestoren	völlig verfehlt; Prog- nose nicht in Ansät- zen erreicht; Ereig- nis/Meldung traf völ- lig unvorbereitet	Ziele verfehlt; Prognosen nicht erreicht; Ereignis/Meldung wur- de nicht erwartet	Ziele fast erreicht; nur ge- ringe negative Differenz	Erwartung getroffen; Entwicklung wie vorher prognostiziert → „Bayer verkauft H.C. Starck wie angekündigt, zur Refinanzierung der Schering-Übernahme“	Ziele leicht übertroffen; Ge- ringe positive Differenz.	Ziele übertroffen; Ereignis/ Meldung wurde nicht erwar- tet → „Synergieziele werden deutlich früher erreicht“	Ziele in ungeahntem Aus- maß übertroffen; Ereignis/ Meldung kam völlig uner- wartet
Gesamt- tenor	dominie- rende Einschät- zung	extrem negativ	negativ	leicht negativ	neutral oder in ver- gleichbarer Intensität ambivalent	verhalten op- timistisch	positiv	extrem positiv

106

106

► **QUI**

- IR Ansprechpartner
- Publikationen bestellen

► Newsletter

RSS Newsfeeds

Podcasts

► Mobil-Services

► Gesammelte Dokumente

► Neu auf der Website

► Häufig gestellte Fragen

► Fakten auf einen Blick

7. hohes

Unternehmen

HealthCare

Zeit die des
tens in

1

725

0-12 der +

77

Witzentzungen

1971

ritt bei der U

Quality-Care we

23 JUL 1961

ten Gescheh-

einnehmen. Diese Biotech-Plattform stellt schon heute eine ausgezeichnete Basis für weiteres Wachstum dar. Dazu gehört neben dem Schering-Top-Medikament Betaleron® gegen Multiple Sklerose auch das Schering-Präparat Leukine® zur Unterstützung des Immunsystems im Rahmen der Krebstherapie sowie der von Bayer gentechnisch hergestellte Faktor VIII mit dem Produktnamen Kogenate®, dem ebenfalls Blockbuster-Potenzial zugetraut wird. Bereits heute werden rund 2 Milliarden Euro mit diesen Biotech-Produkten erwirtschaftet.

WE +3

SF +2

„Unser kombiniertes Pharma-Geschäft wird damit in zahlreichen Bereichen über führende Positionen verfügen - bei der Gynäkologie, der Therapie der Multiplen Sklerose, der Hämatologie sowie bei den Kontrastmitteln“, erläuterte Bayer-Chef Wenning. Forschungs-Plattform für nachhaltigen Innovationsschub

Eine Schlüsselrolle wird auch die künftige Forschungsplattform spielen, die durch die Zusammenführung der Forschungsaktivitäten entsteht. „Mit einem deutlich vergrößerten Forschungs- und Entwicklungsbudget im Pharmabereich sind wir besser in der Lage, die attraktivsten Projekte optimal zu fördern“, so Wenning weiter.

SF +2

Wie

WE +3

„Bayer-Schering-Pharma“ wird über ein hochinteressantes Portfolio in wichtigen Kern-Indikationen verfügen. In der Onkologie hat das Unternehmen mit Nexavar® ein Produkt mit Umsatzpotenzial von über einer Milliarde Euro. Nexavar® wurde erst kürzlich in den USA bei metastasierendem Nierenkrebs zugelassen und befindet sich in zahlreichen Ländern in der Registrierung. Das Produkt wird auch in weiteren Krebsindikationen untersucht und befindet sich in der klinischen Phase III für die Indikationen Haut-, Leber- und Lungenkrebs. Die Onkologie-Pipeline wird ergänzt durch Entwicklungskandidaten von Schering.

Im Indikationsgebiet Kardiologie/Hämatologie ist mit dem oralen Thrombosedmittel Faktor-Xa-Inhibitor ebenfalls ein Produkt mit Blockbuster-Potenzial in der späten Entwicklungs-Pipeline. Ergänzt wird dies durch das kürzlich einlizenzierte Thrombosedmittel Alimpeprase, das in Phase III der klinischen Entwicklung erprobt wird. Ein weiterer Hoffnungsträger in diesem Therapiegebiet ist die Entwicklung einer liposomalen Formulierung von Kogenate®. Im Bereich Gynäkologie konnte Schering mit dem erst vor wenigen Tagen in den USA zugelassenen Medikament YAZ® das Blockbuster-Potenzial der Yasmin®-Produktfamilie weiter unterstreichen und den Führungsanspruch in diesem Segment deutlich dokumentieren.

WE +3

WE +3

Nach der Übernahme wird „Bayer-Schering-Pharma“ vier Projekte im Registrierungsprozess haben, 19 in der Phase III der klinischen Prüfung, 14 in der Phase II sowie 17 in der Phase I.

HF +2 : Portfolio

„Die gemeinsame Pipeline der beiden Unternehmen besitzt das Potenzial, um mittel- bis langfristig für nachhaltige Innovationskraft zu sorgen“, bekräftigte Bayer-Chef Wenning und sieht zudem noch einen weiteren, positiven Effekt: „Durch die zukünftige Größe sind wir noch besser aufgestellt als Kooperationspartner für Einlizenzierungen im Pharma-Bereich.“

Solide Finanzierung durch Eigen- und Fremdkapital sowie Verkäufe

Wir

HF: steht schon Finanzierung

Folgen

Die Finanzierung der Übernahme ist durch bestehende Barmittel in Höhe von rund 3 Milliarden Euro sowie durch eine von der Credit Suisse und der Citigroup zur Verfügung gestellte Kreditlinie sichergestellt. Zu einem späteren Zeitpunkt soll diese Kreditlinie durch eine Kombination von Eigen- und Fremdkapital bzw. Hybridkapital-Instrumenten refinanziert werden. Die geplanten Eigenkapitalmaßnahmen werden sich unter anderem in Abhängigkeit von der Annahmeerquote und der Zusammensetzung des Fremdfinanzierungspaketes auf bis zu 4 Milliarden Euro erstrecken. Außerdem will Bayer sich zur weiteren Finanzierung von den beiden Tochtergesellschaften H.C. Starck und Wolff Walsrode aus dem Bereich Bayer MaterialScience trennen.

SF

Die H.C. Starck GmbH mit Sitz in Goslar ist ein global agierendes Unternehmen, das Bauteile und Werkstoffe - vor allem Sondermetalle - für verschiedene Industrien wie die Elektronik-, Optik-, Luft- und Raumfahrttechnik liefert und mit 3.200 Mitarbeitern einen jährlichen Umsatz von 920 Millionen Euro erwirtschaftet.

Die Wolff Walsrode AG mit Sitz in Walsrode ist auf dem Gebiet der Cellulosechemie tätig und gehört ebenfalls zu den weltweit führenden Anbietern. Sie beschäftigt 1.200 Mitarbeiter und erzielte 2005 einen Umsatz von 330 Millionen Euro.

Beide Gesellschaften sind sehr profitable Firmen mit einem großen Entwicklungspotenzial, deren Aktivitäten allerdings nicht mehr zum Kerngeschäft gehören, da sich Bayer MaterialScience zukünftig auf ihre Technologie- und Marktführerschaft in der Polycarbonat- sowie der Polyurethan-Chemie konzentrieren wird. Die Kompetenzen der beiden Tochtergesellschaften basieren jedoch auf anderen Technologien. „Wir sind überzeugt, dass sich für beide Unternehmen sehr interessante Perspektiven auch außerhalb unseres Konzerns ergeben und sie sich in einem neuen Umfeld noch besser entwickeln können“, erklärte Wenning, der einen zügigen Verkauf in Aussicht stellte.

Bayer-Finanzvorstand Klaus Kühn kommentierte: „Die geplante Refinanzierung stellt eine ausgewogene Mischung aus Eigen- und Fremdkapital sowie Veräußerungen dar, die auch in der Zukunft eine stabile Bilanzstruktur gewährleistet. Wir gehen nach Durchführung der Transaktion von der Beibehaltung eines guten Investment-Grade-Ratings aus und halten an dem uns wichtigen Bonitätsziel eines A-Ratings unverändert fest.“

Positive Ergebnisauswirkungen für den Konzern - Wertschaffung für Aktionäre + WE+2

Angesichts der hohen Ertragskraft von Schering rechnet Bayer trotz der einmaligen Restrukturierungsbelastungen bereits 2008 mit einer Erhöhung des Gewinns pro Aktie vor Transaktionsabschreibungen. Dazu Finanzvorstand Klaus Kühn: „Wir wollen nach Realisierung der Synergien im Jahr 2009 aus der Akquisition einen Cashflow generieren, der über unseren Kapitalkosten liegt, und damit erheblichen Wert für unsere Aktionäre schaffen.“

Angebotsunterlagen werden Mitte April vorgelegt

Bis Mitte April 2006 will der Konzern die detaillierten Angebotsunterlagen veröffentlichen. Das Angebot stehe unter dem Vorbehalt einer Mindest-Annahmequote von 75 Prozent des Grundkapitals der Schering AG zum Ende der Annahmefrist, so Wenning. Der Vorstandsvorsitzende erwartet den Abschluss der Transaktion bereits im zweiten Quartal 2006, sofern die relevanten Kartellbehörden - vor allem in der EU und in den USA - zustimmen würden. Für diese Genehmigungen sehe Bayer allerdings keine Probleme und rechne mit einer Zustimmung im Laufe des Mai.

„Die Übernahme ist wirtschaftlich attraktiv und strategisch sehr sinnvoll - zum Wohle beider Unternehmen und ihrer Mitarbeiter, gleichzeitig aber auch zum Wohle unserer Aktionäre“, sagte Wenning. „Wir sind überzeugt, mit diesem Erwerb einen sehr wichtigen Schritt in eine erfolgreiche Zukunft zu machen. Denn wir werden mit dem Erwerb auch im Pharma-Spezialistengeschäft führende Positionen einnehmen und verfügen zukünftig in allen Geschäftsfeldern über weltweite Top-Positionen. Zudem wird unser Gesundheitsbereich mit einem Anteil von nahezu 50 Prozent an unserem Gesamtportfolio der mit Abstand größte Bayer-Teilkonzern. Auf diese Weise bauen wir unseren Bereich Life Sciences von derzeit 60 Prozent auf rund 70 Prozent des Gesamtumsatzes unserer Teilkonzerne aus und verringern dadurch unsere Abhängigkeit von konjunkturellen

Zyklen signifikant. Gleichzeitig setzen wir einen weiteren Meilenstein für unser Leitbild: Bayer - Science For A Better Life".

Hinweis:

Weitere Informationen finden sie im Internet auf www.investor.bayer.de:

- Investor Handout - Redecharts zur Investoren-Telefonkonferenz - Live-Übertragung Investoren-Telefonkonferenz am 24. März 2006 ab 8:30 Uhr MEZ

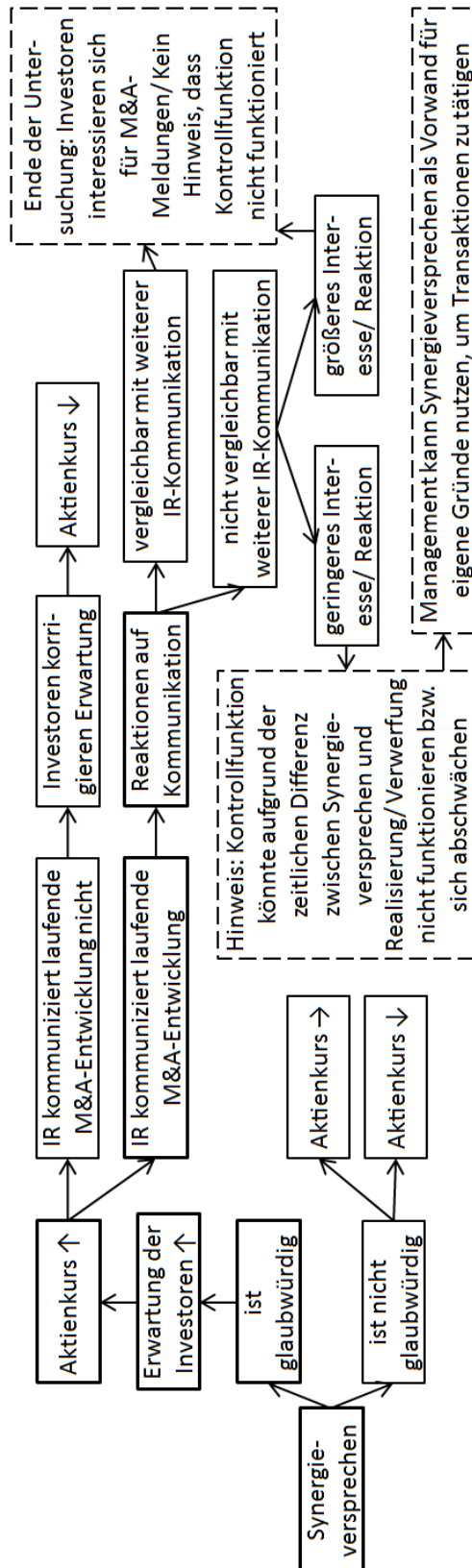
Wichtige Informationen Diese Bekanntmachung stellt weder ein Angebot zum Kauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Verkauf von Aktien oder American Depositary Shares der Schering AG dar. Die endgültigen Bedingungen und weitere das Angebot betreffende Bestimmungen werden nach Gestattung der Veröffentlichung durch die BaFin in der Angebotsunterlage mitgeteilt. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und bei Beginn des Übernahmeangebots wird die Dritte BV GmbH ein so genanntes Tender Offer Statement im Hinblick auf das Übernahmeangebot bei der US-amerikanischen Wertpapieraufsicht (SEC) einreichen. Investoren und den Inhabern von Aktien und American Depositary Shares der Schering AG wird dringend empfohlen, das Tender Offer Statement sowie alle sonstigen Dokumente bezüglich des von der Dritte BV GmbH bei der SEC eingereichten Übernahmeangebots zu lesen, sobald diese Dokumente bekannt gemacht worden sind, da sie wichtige Informationen enthalten werden. Investoren und die Inhaber von Aktien und Depositary Shares der Schering Aktiengesellschaft können diese Dokumente, sobald sie bekannt gemacht worden sind, kostenlos auf der Website der SEC (<http://www.sec.gov>) oder auf der Website <http://www.bayer.de> einsehen.

Dies ist kein Angebot, Wertpapiere der Bayer AG in den Vereinigten Staaten zu verkaufen. Solche Wertpapiere der Bayer AG sind nicht unter dem U.S. Securities Act von 1933 (in seiner jeweiligen Fassung) registriert, und solche Wertpapiere dürfen in den Vereinigten Staaten weder angeboten noch verkauft werden, da sie nicht registriert sind und auch keine Ausnahme von der Registrierungspflicht besteht. Wertpapiere dürfen in den Vereinigten Staaten nur auf der Grundlage eines Prospekts angeboten werden, der genaue Informationen zur Emittentin und deren Management sowie zu deren Jahresabschlüssen enthält.

Die Bayer AG beabsichtigt, die Erteilung einer Ausnahmegenehmigung von den Vorgaben der Rule 14e-5 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 zu beantragen, nach der sie (bzw. die Dritte BV GmbH oder andere Tochterunternehmen oder Finanzdienstleister an ihrer Stelle) unter gewissen Bedingungen, nach der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots und für die Dauer des Angebotsverfahrens außerhalb des Übernahmeangebots Aktien der Schering AG hinzu erwerben darf. Nach Erhalt einer solchen Ausnahmegenehmigung kann die Bayer AG, die Dritte BV GmbH oder einer ihrer Vertreter oder Broker (als Makler) soweit nach anwendbarem Wertpapierrecht und im Rahmen normaler deutscher Marktpraxis von Zeit zu Zeit während der Dauer des Angebotsverfahrens außerhalb der Vereinigten Staaten und außerhalb des Übernahmeangebots Aktien der Schering AG erwerben oder Kaufvereinbarungen über Aktien der Schering AG treffen. Diese Erwerbe würden entweder über die Börse zu den dann geltenden Preisen oder durch individuell ausgehandelte Kaufverträge erfolgen. Informationen über diese Erwerbe würden gemäß dem anwendbaren Wertpapierrecht bekannt gemacht.

Diese Bekanntmachung enthält bestimmte in die Zukunft gerichtete Aussagen, die auf den gegenwärtigen Annahmen und Prognosen der Unternehmensleitung des Bayer-Konzerns beruhen. Verschiedene bekannte wie auch unbekannte Risiken, Ungewissheiten und andere Faktoren können dazu führen, dass die tatsächlichen Ergebnisse, die Finanzlage, die Entwicklung oder die Performance der Gesellschaft wesentlich von den hier gegebenen Einschätzungen abweichen. Diese Faktoren schließen diejenigen ein, die die Bayer AG in Berichten an die Frankfurter Wertpapierbörse sowie die SEC beschrieben hat. Die Bayer AG und die Dritte BV GmbH übernehmen keinerlei Verpflichtung, solche zukunftsgerichteten Aussagen fortzuschreiben und an zukünftige Ereignisse oder Entwicklungen anzupassen.

Anhang 13: Kausale Verkettung der Fragestellung



Anhang 14: Zusammensetzung der Stichproben

Ereignis- NP	Datum:	Art der Nachricht	Überschrift:	Gruppe	Kategorie
9	23.03.2006	IR-News	Bayer will Schering übernehmen und bietet den Aktionären 86 Euro pro Aktie	A12	+3
21	13.04.2006	IR-News	Bayer legt offizielles Übernahmeangebot für Schering vor	A12	-1
40	30.05.2006	IR-News	Annahmefrist für Schering-Aktionäre verlängert sich um zwei Wochen	A12	0
42	02.06.2006	IR-News	Allianz dient Bayer ihre Schering-Aktien an	A12	0
44	09.06.2006	IR-News	Vorgehensweise von Merck bei Schering nicht nachvollziehbar	A12	-2
54	20.06.2006	IR-News	Bayer: Übernahmeangebot für Schering erfolgreich	A12	+2
67	12.07.2006	IR-News	Bayer hält 92,4 Prozent der ausstehenden Schering-Aktien	A12	0
69	26.07.2006	IR-News	Bayer bietet Abfindung zu 89 Euro je Schering-Aktie	A12	0
72	04.08.2006	IR-News	Schering-Aktionäre entscheiden über Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit Bayer	A12	0
103	09.11.2006	IR-News	Globale F&E-Organisation für künftige Bayer Schering Pharma neu aufgestellt	A12	+1
104	23.11.2006	IR-News	Bayer verkauft H. C. Starck für 1,2 Milliarden Euro an Advent International und Carlyle Group	A12	0
135	02.03.2007	IR-News	Synergieziele werden erreicht / Sozialverträglicher Stellenabbau wird angestrebt	A12	+1
156	03.05.2007	IR-News	Bayer Schering Pharma bei Gerichtsverfahren gegen den Unternehmensvertrag erfolgreich	A12	+1
300	25.09.2008	IR-News	Squeeze-out in das Handelsregister eingetragen	A12	0
43	05.06.2006	IR-News	Neue Analyse bestätigt Überlebensvorteil für Nexavar-Patienten	B01	+2
90	21.09.2006	IR-News	Einsatz von Trasylol bei Bypass-Operationen bekräftigt	B01	+1
109	04.12.2006	IR-News	Phase-III-Studie mit Nexavar an Patienten mit fortgeschrittenem Hautkrebs hat primären Endpunkt nicht erreicht	B01	-2
111	11.12.2006	IR-News	Phase-3-Studien zu Alfimeprase erreichen primären Endpunkt nicht	B01	-2
121	25.01.2007	IR-News	Bayer setzt laufende klinische Studien zu Trasylol nicht fort	B01	-2
202	15.10.2007	IR-News	Dreijährige Studie bestätigt Wirksamkeit von Alemtuzumab im Vergleich zu Rebif	B01	+2
207	29.10.2007	IR-News	BEYOND-Studie: Ergebnisse stützen keinen Zulassungsantrag für 500 mcg Betaferon	B01	0
71	01.08.2006	IR-News	Weltweite MDI-Produktionskapazität übersteigt eine Million Tonnen	B02	+1
93	11.10.2006	IR-News	Bayer MaterialScience closes MDI Facility at New Martinsville, W.Va., USA	B02	+1
94	17.10.2006	IR-News	Arbeiten zur Wiederaufnahme der Produktion gehen zügig voran	B02	0
193	12.09.2007	IR-News	Bayer MaterialScience prüft Bau einer 400.000 Tonnen-MDI-Anlage in Europa	B02	0
298	19.09.2008	IR-News	Bayer MaterialScience LLC erklärt Force Majeure in USA	B02	-1
311	14.11.2008	IR-News	Bayer MaterialScience hebt Force Majeure für die meisten Produkte in den USA auf	B02	+1

Quellenverzeichnis

- Achleitner, A.-K., Bassen, A., & Fieseler, C. (2008). Finanzkommunikation: Die Grundlagen der Investor Relations. In M. Meckl & B. F. Schmid (Eds.), *Unternehmenskommunikation. Kommunikationsmanagement aus Sicht der Unternehmensführung* (2nd ed., pp. 261–285). Wiesbaden: Gabler.
- Albrecht, B. (1971). *Marketing: Die Konzeption für jede marktorientierte Unternehmensführung*. Düsseldorf, Wien: Econ-Verlag.
- Albrecht, P., & Maurer, R. (2008). *Investment- und Risikomanagement: Modelle, Methoden, Anwendungen* (3rd ed.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Alexander, C. (2001). *Market Models: A guide to financial data analysis*. Chichester, UK, New York, NY: Wiley.
- Allianz AG. (2001). *Ertrags- und Kostensynergien durch neue Geschäftsmodelle für Vertrieb und Vermögensverwaltung [Ad-hoc-Mitteilung]*. Retrieved from <http://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/allianz-deutsch/?companyID=118&newsID=20006>
- Auckenthaler, C. (1994). *Theorie und Praxis des modernen Portfolio-Managements* (2nd ed.). *Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen: Vol. 135*. Bern: Haupt.
- Averbeck, D. (2010). *Die Rolle der Behavioral Finance bei der Preisbildung an Aktienmärkten: Implikationen für die Entstehung von Spekulationsblasen*. Saarbrücken: Verlag Dr. Müller.
- Badenoch, D., Reid, C., Burton, P., Gibb, F., & Oppenheim, C. (1994). The Value of Information. In M. Feeney & M. Grieves (Eds.), *British Library research, information policy issues. The value and impact of information* (pp. 9–77). London, New Jersey: Bowker-Saur.
- BaFin vermutet Insiderhandel bei der Schering-Übernahme (2006, December 22). *Die Welt*, p. 13. Retrieved from https://www.wiso-net.de/443/document/WELT__49992623
- Bartscherer, M. (2004). *Investor Relations in Versicherungsunternehmen (-konzernen)*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft.
- Bassen, A., Basse Mama, H., & Ramaj, H. (2010). Investor Relations: a comprehensive overview. *Journal für Betriebswirtschaft*, 60(1), 49–79.
- Bayer AG. (2006a). *Aktionärsbrief: Zwischenbericht zum 30. September 2006*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/berichte/archiv/>
- Bayer AG. (2006b). *Bayer AG Geschäftsbericht 2005*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/berichte/archiv/>
- Bayer AG. (2006c). *Bayer will Schering übernehmen und bietet den Aktionären 86 Euro pro Aktie [Pressemitteilung]*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/nc/news/archiv/investor-news-2006/investor-news-2006/bayer-will-schering-uebernehmen-und-bietet-den-aktionaeren-86-euro-pro-aktie/>

- Bayer AG. (2006d). *Bayer und Schering blicken optimistisch in die gemeinsame Zukunft: Größte Transaktion der Unternehmensgeschichte erfolgreich [Pressemitteilung]*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/nc/news/archiv/investor-news-2006/investor-news-2006/bayer-und-schering-blicken-optimistisch-in-die-gemeinsame-zukunft/>
- Bayer AG. (2007a). *Aktionärsbrief: Finanzbericht zum 30. September 2007*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/berichte/archiv/>
- Bayer AG. (2007b). *Bayer erhöht Geschäftsprognosen für 2007 und 2009: Bayer HealthCare Investor Day 2007 [Pressemitteilung]*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/nc/news/archiv/investor-news-2007/investor-news-2007/bayer-erhoeht-geschaeftsprognosen-fuer-2007-und-2009/>
- Bayer AG. (2008). *Bayer optimistisch für künftige Geschäftsentwicklung: Zwischenbericht zum 3. Quartal 2008 [Pressemitteilung]*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/nc/news/archiv/investor-news-2008/investor-news-2008/bayer-optimistisch-fuer-kuenftige-geschaeftsentwicklung/>
- Bayer AG. (2009). *Bayer AG Geschäftsbericht 2008*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/berichte/archiv/>
- Bayer AG. (2014a). *Historische Kurse*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/aktie/kursinformationen/historische-kurse/>
- Bayer AG. (2014b). *Kurscharts*. Retrieved from <http://www.investor.bayer.de/de/aktie/kursinformationen/kurscharts/>
- Bayer AG. (2015). *Namen, Zahlen, Fakten*. Retrieved from <http://www.bayer.de/de/profil-und-organisation.aspx>
- Beiner, S. (2005). *Corporate Governance, Produktmarktwettbewerb und Unternehmensbewertung*. Bamberg: Difo-Druck GmbH.
- Beitel, P. (2002). *Akquisitionen und Zusammenschlüsse europäischer Banken: Wertsteigerung durch M&A-Transaktionen*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Bender, R., Ziegler, A., & Lange, S. (2007). Varianzanalyse. *Deutsche Medizinische Wochenschrift*, 132, e57-60. doi:10.1055/s-2007-959044
- Berens, W., Mertes, M., & Strauch, J. (2013). Unternehmensakquisitionen. In W. Berens, H. U. Brauner, J. Strauch, & T. Knauer (Eds.), *Der Betrieb. Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen* (7th ed., pp. 21–57). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Besson, N. A. (2008). *Strategische PR-Evaluation: Erfassung, Bewertung und Kontrolle von Öffentlichkeitsarbeit* (3.th ed.). *Organisationskommunikation*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Bieg, H., & Kußmaul, H. (2006). *Externes Rechnungswesen* (4th ed.). *Lehr- und Handbücher der Betriebswirtschaftslehre*. München: Oldenbourg.
- Bimberg, M. C. (2009). *Unternehmensübernahmen und Erwerbsangebote in Deutschland: Eine empirische Analyse*. Wiesbaden: Gabler.

- Böcker, G. C. (2011). *Synergieeffekte und Integration bei Mergers and Acquisitions: Fallbeispiele aus der Automobilindustrie*. Hamburg: Diplomica Verlag.
- Bortz, J., & Döring, N. (2006). *Forschungsmethoden und Evaluation: Für Human- und Sozialwissenschaftler* (4th ed.). Heidelberg: Springer Medizin Verlag.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–349.
- Brosius, H.-B., Haas, A., & Koschel, F. (2012). *Methoden der empirischen Kommunikationsforschung: Eine Einführung* (6th ed.). Studienbücher zur Kommunikations- und Medienwissenschaft. Wiesbaden: Springer VS.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2013). *Emittentenleitfaden*. Retrieved from http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2013/meldung_131108_emittentenleitfaden_2013.html
- Bürker, M. (2013). *Die unsichtbaren Dritten: Ein neues Modell zur Evaluation und Steuerung von Public Relations im strategischen Kommunikationsmanagement*. Wiesbaden: Springer VS.
- Camerer, C. F., & Loewenstein, G. (2004). Behavioral Economics: Past, Present and Future. In C. F. Camerer, G. Loewenstein, & M. Rabin (Eds.), *Advances in Behavioral Economics* (pp. 3–52). Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Coenenberg, A. G., & Henes, F. (1995). Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44b Börsengesetz. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 47(11), 969–995.
- Coenenberg, A. G., & Sautter, M. (1988). Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen. *Die Betriebswirtschaft*, 48(6), 691–712.
- Coles, J. L., Loewenstein, U., & Suay, J. (1995). On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(03), 347–364.
- DeBondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805. doi:10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x
- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management. (2008). *DVFA-Grundsätze für Effektive Finanzkommunikation*. Retrieved from <http://www.dvfa.de/verband/publikationen/effektive-finanzkommunikation/>
- Deutscher Investor Relations Verband e.V. *Die Berufsgrundsätze der Investor Relations des DIRK e.V.* Retrieved from https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/Die%20Berufsgrunds%C3%A4tze%20der%20Investor%20Relations%20des%20DIRK.pdf
- Deutscher Investor Relations Verband e.V. (2014, Februar). *DIRK Mitglieder-versammlung: „Berufsbild des IR Managers im Umbruch“ [Präsentation]*. Re-

- trieved from
https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/Berufsbild%20IR.pdf
- Deutscher Investor Relations Verband e.V. (2014). *ESG auf dem Vormarsch [Pressemitteilung]*. Retrieved from https://www.dirk.org/ir-wissen/neuigkeiten/idx/503/esg-auf-dem-vormarsch#bereichliste_component
- Diekmann, A. (2007). *Empirische Sozialforschung: Grundlagen, Methoden, Anwendungen* (18th ed.). Reibek: Rowohlt.
- Duller, C. (2013). *Einführung in die Statistik mit EXCEL und SPSS: Ein anwendungsorientiertes Lehr- und Arbeitsbuch* (3rd ed.). Berlin, Heidelberg: Springer Gabler.
- Dürr, M. (1995). *Investor Relations: Handbuch für Finanzmarketing und Unternehmenskommunikation* (2nd ed.). Lehr- und Handbücher zu Geld, Börse, Bank und Versicherung. München, Wien: Oldenbourg.
- Ecker, M. (2006). Private Equity: Konkurrenten und Transaktionspartner. In F. Borowicz & K. Mittermair (Eds.), *Strategisches Management von Mergers & Acquisitions. State of the Art in Deutschland und Österreich* (pp. 73–85). Wiesbaden: Gabler.
- Eder, S. W. (2002). *Business Reporting und Assurance Services: Beitrag zur Shareholder Value-Optimierung*. St. Gallen: Universität St. Gallen.
- Engesser, S. (2013). *Die Qualität des Partizipativen Journalismus im Web: Bausteine für ein integratives theoretisches Konzept und eine explanative empirische Analyse*. Wiesbaden: Springer VS.
- Erlei, M. (2015). Agency-Theorie. In Springer Gabler Verlag (Ed.), *Gabler Wirtschaftslexikon*. Retrieved from <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/715/agency-theorie-v6.html>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, 383–418.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617.
- Fey, G. (2000). *Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt: Die Aktienrechtsreformen von 1965 und 1998 im Vergleich. Studien zur Ordnungsökonomik: Vol. 25*. Stuttgart: Lucius und Lucius.
- Finanzen.net. (2011). *IVW 3/2011: finanzen.net ist Deutschlands größtes Finanzportal*. Retrieved from <http://www.finanzen.net/presse/IVW-3-2011-finanzen-net-ist-Deutschlands-groesstes-Finanzportal-1375362>
- Finanzen.net. (2015). *Bayer*. Retrieved from http://www.finanzen.net/news/news_suchergebnis.asp
- Finnerty, J. E. (1976). Insiders and Market Efficiency. *Journal of Finance*, 31(4), 1141–1148.
- Fischer, A. (2003). *Shareholder-Value-Reporting mittels jahresabschlussergänzenden Angaben: Untersuchung ökonomischer Wirkungsweisen der Investor*

- Relations im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung*. Bern: Haupt Verlag.
- Frantzmam, H.-J. (1989). *Saisonalitäten und Bewertung am deutschen Aktien- und Rentenmarkt*. Frankfurt am Main: Knapp.
- Fricke, J. (2006). *Value-at-Risk-Ansätze zur Abschätzung von Marktrisiken: Theoretische Grundlagen und empirische Analysen*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Früh, W. (2011). *Inhaltsanalyse: Theorie und Praxis* (7th ed.). Konstanz: UVK.
- Furtner, S. (2011). *Management von Unternehmensakquisitionen im Mittelstand: Erfolgsfaktor Post-Merger-Integration* (2nd ed.). *Fachbuch Wirtschaft*. Wien: Linde Verlag.
- Gamper, P., Volkart, R., & Wilde, M. (2006). Value Reporting und aktive Investor Relations: Instrumente der Transparenzsteigerung. *Der Schweizer Treuhänder*, 80(9), 642–647.
- Gerpott, T. J. (1993). *Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen. Betriebswirtschaftliche Abhandlungen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Gildemeister, A. (2008). *Synergiebewertung: Identifikation und Quantifizierung von Synergien im M&A-Kontext*. Norderstedt: Books on Demand.
- Glaum, M., Hommel, U., & Thomaschewski, D. (2003). Wachstumsstrategien internationaler Unternehmungen: 10 Thesen. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 55(8), 823–846.
- Göbel, M. (2009). *Interaktive Unternehmenssteuerung: Organisation, Wissen und Reziprozität auf Kapitalmärkten. Neue betriebswirtschaftliche Forschung: Vol. 366*. Wiesbaden: Gabler.
- Goebel, E. (2002). *Neue Institutionenökonomik: Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen. Betriebswirtschaftslehre: Vol. 2235*. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- Goerke, B. (2009). Event-Studies. In S. Albers, D. Klapper, U. Konradt, A. Walter, & J. Wolf (Eds.), *Methodik der empirischen Forschung* (3rd ed., pp. 467–484). Wiesbaden: Gabler.
- Grill, P. (2011). *Die Bedeutung strategisch wertvoller Ressourcen für erfolgreiche Mergers & Acquisitions-Entscheidungen*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Grüning, M. (2011). *Publizität börsennotierter Unternehmen*. Wiesbaden: Gabler.
- Häcker, M., Unser, M., Veesser, A., & Wagner, W. (2001). Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt. *Finanz-Betrieb*, 3(12), 665–678.
- Häder, M. (2010). *Empirische Sozialforschung: Eine Einführung* (2nd ed.). Wiesbaden: VS Verlag.
- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11(4), 741–774.

- Hardman, D. (2009). *Judgment and decision making: Psychological Perspectives*. BPS textbooks in psychology. Hoboken (NJ), Malden, MA: John Wiley & Sons.
- Haric, P. (2015). Manager-Theorie der Unternehmung. In Springer Gabler Verlag (Ed.), *Gabler Wirtschaftslexikon*. Retrieved from <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/54640/manager-theorie-der-unternehmung-v5.html>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440.
- Heldt, C. (2015a). Aktienmarkt. In Springer Gabler Verlag (Ed.), *Gabler Wirtschaftslexikon*. Retrieved from <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/1571/aktienmarkt-v7.html>
- Heldt, C. (2015b). Marktkapitalisierung. In Springer Gabler Verlag (Ed.), *Gabler Wirtschaftslexikon*. Retrieved from <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/3724/marktkapitalisierung-v9.html>
- Hillmann, M. (2011). *Unternehmenskommunikation kompakt: Das 1 x 1 für Profis*. Wiesbaden: Gabler.
- Hirst, D. E., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *Accounting horizons*, 22(3), 315–338.
- Hochschule Hannover. (2012a). *Nexis (bisher LexisNexis / Wirtschaft)*. Retrieved from [http://www.hs-hannover.de/bibl/literatursuche/datenbanken/dbis-detailansicht/index.html?libconnect\[titleid\]=1670](http://www.hs-hannover.de/bibl/literatursuche/datenbanken/dbis-detailansicht/index.html?libconnect[titleid]=1670)
- Hochschule Hannover. (2012b). *WISO*. Retrieved from [http://www.hs-hannover.de/bibl/literatursuche/datenbanken/dbis-detailansicht/index.html?libconnect\[titleid\]=1232](http://www.hs-hannover.de/bibl/literatursuche/datenbanken/dbis-detailansicht/index.html?libconnect[titleid]=1232)
- Hoffmann, C. (2001). *Gleichgerichtetes Verhalten am Aktienmarkt: Eine Verbindung ökonomischer, psychologischer und soziologischer Ansätze*. Berlin: Logos.
- Horzella, A. (2010). *Wertsteigerung im M&A-Prozess: Erfolgsfaktoren, Instrumente, Kennzahlen*. Wiesbaden: Gabler.
- Hull, J. (2011). *Risikomanagement: Banken, Versicherungen und andere Finanzinstitutionen* (2nd ed.). München: Pearson Studium.
- Hull, J. (2012). *Optionen, Futures und andere Derivate* (8th ed.). München: Pearson Studium.
- Hussy, W., Schreier, M., & Echterhoff, G. (2013). *Forschungsmethoden in Psychologie und Sozialwissenschaften* (2nd ed.). Berlin, Heidelberg: Springer.
- J.P. Morgan & Reuters Ltd. (1996). *RiskMetrics: Technical Document*. Retrieved from <http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCMQFjAA&url=http%3A%2F%2Fyats.free.fr%2Fpapers%2Ftd4e.pdf&ei=C>

XnkVKPPKOGqywOC9YDQBQ&usg=AFQjCNE_PCajMc3NkrxuOQtHDpn_mgwjEA&bvm=bv.85970519,d.bGQ

- Jakoby, S. (2000). *Erfolgsfaktoren von Management Buyouts in Deutschland. Reihe Planung, Organisation und Unternehmensführung: Vol. 67.* Lohmar, Köln: Josef Eul Verlag.
- Jansen, S. A. (2005). Trends, Tools, Thesen und empirische Tests zum Integrationsmanagement bei Unternehmenszusammenschlüssen. In G. Picot (Ed.), *Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration* (3rd ed., pp. 525–560). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Jansen, S. A. (2008). *Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung* (5th ed.). Wiesbaden: Gabler.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kahlenberg, M. (2009). Was erwarten Finanzanalysten von guter IR-Arbeit? In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor-Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 491–498). Wiesbaden: Gabler.
- Kames, C. (2000). *Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Measurement. Europäische Hochschulschriften Reihe 5: Vol. 2622.* Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag.
- Kandel, E., & Pearson, N. D. (1995). Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets. *The Journal of Political Economy*, 103(4), 831–872.
- Karpoff, J. M. (1986). A Theory of Trading Volume. *The Journal of Finance*, 41(5), 1069–1087.
- Kim, O., & Verrecchia, R. E. (1991). Market Reaction to Anticipated Announcements. *Journal of Financial Economics*, 30(2), 273–309.
- Kirchhoff, K. R. (2009). Grundlagen der IR. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor-Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 34–61). Wiesbaden: Gabler.
- Kübler, R. (1994). *Management strategisch motivierter Akquisitionsprojekte: Ein prozessorientierter Ansatz zur Durchführung von Unternehmenskäufen.* Bergisch Gladbach, Köln: Eul.
- Kuckartz, U. (2014). *Qualitative Inhaltsanalyse: Methoden, Praxis, Computerunterstützung* (2nd ed.). Weinheim, Basel: Beltz Juventa.
- Labhart, P., & Volkart, R. (2009). IR als Wertsteigerungsmanagement. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor-Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 200–220). Wiesbaden: Gabler.

- Labhart, P. A. (1999). *Value reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch reporting*. Zürich: Versus.
- Laier, R. (2011). *Value Reporting: Analyse von Relevanz und Qualität der wertorientierten Berichterstattung von DAX-30 Unternehmen. Rechnungswesen und Controlling*. Wiesbaden: Gabler.
- Leipold, F. (1984). Eigentum und Wirtschaftsordnung. In H.-G. Krüsselberg & I. Bog (Eds.), *Schriften zum Vergleich von Wirtschaftsordnungen: Vol. 34. Vermögen im Systemvergleich* (pp. 21–36). Stuttgart: Fischer Verlag.
- Lenhard, R. (2009). *Erfolgsfaktoren von Mergers und Akquisitionen in der europäischen Telekommunikationsindustrie*. Wiesbaden: Gabler.
- Lev, B. (1992). Information Disclosure Strategy. *California Management Review*, 34(4), 9–32.
- Loefert, C. (2007). *Unternehmensreputation und M&A-Transaktionen: Bewertung strategischer Entscheidungen in der US-amerikanischen Finanz- und Telekomindustrie*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Lucks, K., & Meckl, R. (2002). *Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz*. Berlin: Springer.
- Mackinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Marschmann, B., & Moscho, A. (2010). Bayer-Schering-Übernahme: Nachhaltige Wertschöpfung in allen Bereichen des Geschäftes basierend auf einer erprobten Vorgehensweise. In G. Müller-Stewens, S. Kunisch, & A. Binder (Eds.), *Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices* (pp. 418–420). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Mast, C. (2013). *Unternehmenskommunikation: Ein Leitfaden* (5th ed.). Konstanz: UVK.
- May, A. (1991). Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt: ein Überblick. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 43(4), 313–335.
- Mayring, P. (2005). Neuere Entwicklungen in der quantitativen Forschung und der qualitativen Inhaltsanalyse. In P. Mayring & M. Gläser-Zikuda (Eds.), *Die Praxis der qualitativen Inhaltsanalyse* (pp. 7–19). Weinheim, Basel: Beltz.
- Mayring, P. (2010). *Qualitative Inhaltsanalyse: Grundlagen und Techniken* (11th ed.). Weinheim: Beltz.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626–657.
- Merten, K. (1995). *Inhaltsanalyse: Einführung in Theorie, Methode und Praxis* (2nd ed.). Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Milgrom, P. R., & Roberts, J. (1992). *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

- Mittelu, E. A., & Hunger, A. (2009). *Der Erfolg von M&A-Transaktionen im europäischen Bankensektor. Studien zur Kredit- und Finanzwirtschaft: Vol. 184.* Berlin: Duncker & Humblot.
- Morich, S. (2007). *Steuerung der Effektivität kapitalmarktorientierter Unternehmenspublizität: Eine kennzahlengestützte Konzeption am Beispiel des Geschäftsberichts.* Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Müller-Stewens, G. (2010). Mergers & Acquisitions: Eine Einführung. In G. Müller-Stewens, S. Kunisch, & A. Binder (Eds.), *Mergers & Acquisitions. Analysen, Trends und Best Practices* (pp. 3–13). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Naundorf, S. (2001). Messen und Bewerten von PR: Grundlagen der Erfolgs- und Wirkungskontrolle. In G. Bentele, M. Piwinger, & G. Schönborn (Eds.), *Kommunikationsmanagement. Strategien, Wissen, Lösungen* (pp. 1–13). Neuwied: Hermann Luchterhand Verlag.
- NEXIS.com (2015, February 19). Bayer [Datenbankabfrage]. Retrieved from <http://www.nexis.com/search/homesubmitForm.do>
- Nix, P. (2000). Die Zielgruppen von Investor Relations. In Deutscher Investor Relations Kreis e.V. (Ed.), *Investor Relations. Professionelle Kapitalmarktkommunikation*. Wiesbaden: Gabler.
- Nix, P. (2004). Der Geschäftsbericht: Flaggschiff der Unternehmenskommunikation. In DIRK e.V. (Ed.), *Handbuch Investor Relations* (pp. 95–144). Wiesbaden: Gabler.
- Nix, P. (2009). IR - Die unternehmerische Herausforderung nach dem Börsengang. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 327–345). Wiesbaden: Gabler.
- Pauser, S. H. (2007). *M&A in der Bauindustrie: Werteffekte und Erfolgsdeterminanten.* Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Perridon, L., Rathgeber, A. W., & Steiner, M. (2012). *Finanzwirtschaft der Unternehmung* (16th ed.). München: Vahlen.
- Pfannenberger, J. (2009). Strategisches Kommunikations-Controlling mit der Balanced Scorecard. In J. Pfannenberger & A. Zerfaß (Eds.), *Wertschöpfung durch Kommunikation. Kommunikations-Controlling in der Unternehmenspraxis* (2nd ed., pp. 61–84). Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Pfannenberger, J. & Frank, R. (2007). *Werttreiber, Value Links und Key Performance Indicators der Finanzkommunikation.* Retrieved from http://www.communicationcontrolling.de/fileadmin/communicationcontrolling/pdf_thesenpapiere/DPRG-Thesenpapier-Finanzkommunikation-05-04-2007.pdf
- Picot, G. (2012). Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Parameter bei der Planung der Merger & Acquisitions. In G. Picot (Ed.), *Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration* (5th ed., pp. 2–47). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Piwinger, M. (2009). IR als Kommunikationsdisziplin. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor-Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 13–33). Wiesbaden: Gabler.
- Porak, V., & Fieseler, C. (2009). Erfolgsmessung von IR. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor-Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 221–230). Wiesbaden: Gabler.
- PricewaterhouseCoopers AG & Kirchhoff Consult AG. (2006). *Investor Relations und Corporate Reporting bei börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz 2006*. Retrieved from https://www.pwc.ch/user_content/editor/files/publ_ass/pwc_kirchhoff_ircr_06_d.pdf
- Ramaj, H. (2010). *Glaubwürdigkeit von Unternehmensinformationen: Eine empirische Analyse für den europäischen Kapitalmarkt* (2nd ed.). *Kapitalmärkte und Unternehmensführung*. Norderstedt: Books on Demand.
- Rapp, H.-W. (2000). Der tägliche Wahnsinn hat Methode. Behavioral Finance: Paradigmenwechsel in der Kapitalmarktforschung. In B. Jünemann & D. Schellenberger (Eds.), *Psychologie für Börsenprofis. Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage* (pp. 85–123). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Rasch, B., Frieze, M., Hofmann, W., & Naumann, E. (2010a). *Quantitative Methoden 1: Einführung in die Statistik für Psychologen und Sozialwissenschaftler* (3rd ed.). Berlin, Heidelberg: Springer.
- Rasch, B., Frieze, M., Hofmann, W., & Naumann, E. (2010b). *Quantitative Methoden 2: Einführung in die Statistik für Psychologen und Sozialwissenschaftler* (3rd ed.). Berlin, Heidelberg: Springer.
- Romeike, F., & Hager, P. (2009). *Erfolgsfaktor Risiko-Management 2.0: Methoden, Beispiele, Checklisten: Praxishandbuch für Industrie und Handel* (2nd ed.). Wiesbaden: Gabler.
- Ruf, M. (2014). *Systematische Finanzinformation und Kapitalmarktkommunikation: Modellarchitektur und Implementierungsansatz. Schriften zum europäischen Management*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Sakac, I. (2010). *Value Reporting: und seine Auswirkungen auf die nationale und internationale Rechnungslegung*. Wien: Facultas.
- Schachter, S., Hood, D., Andreassen, P., & Gerin, W. (1986). Aggregate variables in psychology and economics: Dependence and the stock market. In B. Gilad & S. Kaish (Eds.), *Handbook of behavioral economics. Part B: Behavioral macroeconomics* (pp. 237–272). Greenwich, Conn.: JAI Press Inc.
- Schering AG. (2006). *Geschäftsbericht 2005*. Berlin.
- Scheufele, B., & Haas, A. (2008). *Medien und Aktien: Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen*. Wiesbaden: VS Verlag.
- Schmid, S. (2011). *Prinzipal-Agent-Theorie: Funktionen der internen Unternehmensrechnung*. Retrieved from

<http://www.accountingundcontrolling.ch/controlling/prinzipal-agent-theorie-%E2%80%93-funktionen-der-internen-unternehmensrechnung/>

- Schmidt, C. (2010). Auswertungstechniken für Leitfadeninterviews. In H. Boller, B. Friebertshäuser, A. Langer, A. Prengel, & S. Richter (Eds.), *Handbuch qualitative Forschungsmethoden in der Erziehungswissenschaft* (3rd ed., pp. 473–486). Weinheim: Juventa.
- Schmidt, M., Grigoleit, J., & Nippa, M. (2009). *Die Auswirkungen der Unternehmenstransparenz auf den Erfolg börsennotierter Kapitalgesellschaften in Deutschland: Eine Darstellung des aktuellen Forschungsstands*. Freiberg. Retrieved from http://tu-freiberg.de/sites/default/files/media/fakultaet-6-3307/fileadmin/Arbeitspapiere/2009/arbeitspapier_2009_1_nippa_ok.pdf
- Schmidt, R. H. (1990). Informationsökonomie und Preisentwicklung an Finanzmärkten: Abschied von neoklassischen Optimierungsvorstellungen? In W. Filc & C. Köhler (Eds.), *Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung: Vol. 26. Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt* (pp. 13–34). Berlin: Duncker & Humblot.
- Schnorrenberg, T. (2008). *Investor Relations Management: Praxisleitfaden für erfolgreiche Finanzkommunikation*. Wiesbaden: Gabler.
- Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361–370.
- Schriek, R. (2010). *Besser mit Behavioral Finance: Finanzpsychologie in Theorie und Praxis*. München: FinanzBuch Verlag.
- Schüller, A. (1978). Property Rights, unternehmerische Legitimation und Wirtschaftsordnung. In R. Eschenburg & K. E. Schenk (Eds.), *Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Vol. 97. Ökonomische Verfügungsrechte und Allokationsmechanismen in Wirtschaftssystemen* (pp. 58ff). Berlin: Duncker und Humblot.
- Schwarzer, M. (2003). *Kursreaktionen auf Unternehmensmeldungen bei unterschiedlichen Unternehmenssituationen. Eine empirische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt* (Dissertation, Universität Hildesheim). Retrieved from <http://opus.bsz-bw.de/ubhi/volltexte/2011/102/>
- Shefrin, H. (2007). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing. Financial management association survey and synthesis series*. Oxford: Oxford University Press.
- Skinner, D. J. (1994). Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38–60.
- Steuer, O. (2004). Ziele der Investor Relations. In DIRK e.V. (Ed.), *Handbuch Investor Relations* (pp. 19–31). Wiesbaden: Gabler.
- Strohmer, M. F. (2001). *Integration nach Merger and Acquisition: Erfolgskonzeption für das Post-Deal-Management*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.

- Sturm, A. (2007). *Auswirkungen von Medikamentengenehmigungen auf die Bewertung von Biotech- und Pharmaunternehmen. Eine Ereignisstudie* (Dissertation, Universität Regensburg). Retrieved from http://epub.uni-regensburg.de/10546/1/sturm_diss2.pdf
- Sztuka, A. (2015). *Nutzwertanalyse: Ein Verfahren zur Bewertung verschiedener Optionen*. Retrieved from <http://www.manager-wiki.com/methodik/57-nutzwertanalyse>
- Täubert, A. (1998). *Unternehmenspublizität und Investor Relations: Analyse von Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse. Aktuelle Medien- und Kommunikationsforschung: Vol. 10*. Münster: LIT Verlag.
- Teoh, S. H., & Hwang, C. Y. (1991). Nondisclosure and adverse disclosure as signals of firm value. *Review of Financial Studies*, 4(2), 283–313. doi:10.1093/rfs/4.2.283
- Theilen, T. (2008). *Investor Marketing: Eine Aufgabe für Investor Relations? DIRK-Forschungsreihe: Vol. 12*. München: GoingPublicMedia.
- Theis, J. C. (2014). *Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt: Eine theoretische und empirische Analyse von Informationsasymmetrien im Unternehmensumfeld. Auditing and Accounting Studies*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Thießen, F. (2011). *Opportunismus und Finanzmärkte: Ursachen und Konsequenzen*. Wiesbaden: Gabler.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211, 453–458. doi:10.1126/science.7455683
- Vogel, D. H. (2002). *M&A: Ideal und Wirklichkeit*. Wiesbaden: Gabler.
- Voss, I., & Müller-Stewens, G. (2006). Strategische M&A-Kompetenz im Rahmen von Akquisitionsstrategien: Komponenten, Erfolgsfaktoren und Aufbau. In F. Keuper, M. Häfner, & C. v. Glahn (Eds.), *Der M&A-Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase* (pp. 5–27). Wiesbaden: Gabler.
- Wallmeier, M. (2009). Kapitalmarktwirkungen der Berichterstattung zur Unternehmensleistung. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 61(2), 212–224.
- Watzlawick, P., Beavin, J. H., & Jackson, D. D. (1969). *Menschliche Kommunikation: Formen, Störungen, Paradoxien*. Bern, Stuttgart, Wien: Huber.
- Weber, C. (2009). Online Finanzkommunikation. In K. R. Kirchhoff & M. Piwinger (Eds.), *Praxishandbuch Investor-Relations. Das Standardwerk der Finanzkommunikation* (2nd ed., pp. 393–414). Wiesbaden: Gabler.
- Wenzel, J. (2005). *Wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting) aus theoretischer und empirischer Perspektive. Europäische Hochschulschriften Reihe 5: Vol. 3166*. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag.
- Wichels, D. (2002). *Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten: Eine empirische Untersuchung zum Informationsbedarf von Finanz-*

- analysten in der Automobilindustrie*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Wilplinger, C. (2007). *Unternehmenskauf und -verkauf steueroptimal gestalten*. Wien: Facultas.
- Wirtz, B. W. (2012). *Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen* (2nd ed.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- WISO.net (2015, February 1). Bayer [Datenbankabfrage]. Retrieved from https://www.wiso-net.de/dosearch?explicitSearch=true&q=Bayer&x=0&y=0&dbShortcut=_9438&searchMask=5461&f5562.TI%2CUT%2CDZ%2CBT=&f5701.NN%2CAU%2CMM%2CZ2=&f5703.CO%2CC2%2CTA%2CKA%2CVA%2CZ1=&f8337.CT%2CDE%2CZ4=&f8621.BR%2CGW%2CN1%2CN2%2CNC%2CND%2CSC%2CWZ%2CZ5%2CAI=&f7849.Z3=&timeFilterType=on&DT_from=21.03.2006&DT_to=23.03.2006&timeFilter=0
- Wöginger, H. (2004). *Das Synergy-Value-Konzept*. Gabler Edition Wissenschaft. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Zerfaß, A. (2010). *Unternehmensführung und Öffentlichkeitsarbeit: Grundlegung einer Theorie der Unternehmenskommunikation und Public Relations* (3rd ed.). *Organisationskommunikation*. Wiesbaden: VS Verlag.
- Zimmermann, R. (2005). Interne und externe Kommunikation. In G. Picot (Ed.), *Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration* (3rd ed., pp. 491–524). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.